

מבט לאומי

ד צ מ ב ר 2 0 1 1
התפתחויות כלכליות בארץ ובעולם

תוכן העניינים

2	התפתחויות כלכליות שוטפות
5	התפתחויות כלכליות בעולם
8	סקירה רבעונית על שוק ההון
10	סחורות, מטבעות והקשר ביניהם
13	הילכו מדינות האיחוד האירופי יחדיו, בלתי אם נועדו
17	ענף ההלבשה
19	לוח אינדיקטורים

עריכה: גיא בית-אור, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה
פקס: 03-5147375 דוא"ל: Guy.Beitor@bll.co.il
שיווק והפצה: שרון לוי, מערך קשרי חוץ ויחסי ציבור
פקס: 03-5149715 דוא"ל: sharonl@bll.co.il

הנתונים, המידע, הדעות והתחזיות המתפרסמים בחוברת זו (להלן-המידע) מסופקים כשירות לקוראים ואינם משקפים בהכרח את עמדתו הרשמית של הבנק. אין לראות בהם המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין התחזיות המובאות בחוברת זו לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיועד. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע המוצג בחוברת, לרבות בנכסים פיננסיים המוצגים בה.

התפתחויות כלכליות שוטפות

כתבה: שגית כהן, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

צמיחה כלכלית

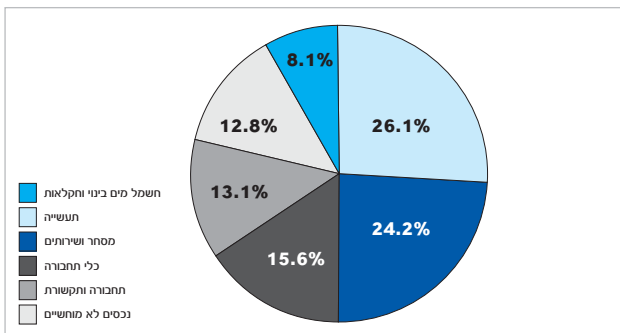
של הלמ"ס. הירידה בצריכת מוצרים בני קיימא באה לידי ביטוי גם בירידת היבוא. ירידה זו ממתנת מעט את התרחבות הגירעון בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. הגירעון בחשבון השוטף נוצר על רקע חולשת היצוא אשר נמשכה גם ברבע השלישי של השנה.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי שיעור הצמיחה יסתכם בשנת 2012 ב-3.3%. נציין כי, צמיחה זו תושפע במידה רבה מגורם טכני הנקרא השפעת קצה, לפיו, הרמה הגבוהה של הפעילות ממנה אנו מתחילים את השנה, משפיעה על הממוצע של כל השנה, וכך "דוחפת" כלפי מעלה את שיעור הצמיחה, המחושב כשינוי של סך התוצר בשנה אחת בהשוואה לסך תוצר של שנה קודמת. ללא השפעה זו היינו מקבלים שיעור צמיחה מתון יותר, שהיה משקף טוב יותר את ההאטה הצפויה בקצב ההתרחבות של הכלכלית בישראל. נציין כי על אף ההחלטות שהתקבלו לאחרונה על ידי מקבלי ההחלטות באיחוד האירופי, רמת אי הודאות בשווקים לא ירדה. הדבר מעיד על מידת המורכבות במציאת פתרון ישים למשבר החובות האירופי. אי ודאות זו מעיבה על הצמיחה הצפויה בישראל, אשר תלויה במידה רבה ביצוא.

עיקר ההשקעה בענפי המשק ותשתיות מתבצע על ידי המגזר העסקי
ההשקעה המקומית בענפי המשק (לא כולל ההשקעה בבנייה למגורים) הייתה בשנתיים האחרונות, מנוע צמיחה משמעותי במשק. לפי אומדני ההבזק של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 2011, צפויה ההשקעה המקומית בנכסים קבועים לגדול השנה ב-17.9%, זאת בהמשך לגידול של 14.0% בשנת 2010. מאחר שההשקעות מהוות כ-15% מהתוצר המקומי הגולמי, הגידול בהשקעות השנה צפוי לתרום כ-60% מצמיחת התוצר. יש להוסיף כי חשיבותה של הצמיחה לתוצר כפולה, כיוון שנוסף לתרומתה לביקוש המקומי, מגדילה ההשקעה את פוטנציאל הצמיחה העתידי.

כפי שניתן לראות בתרשים 2, חלק גדול מההשקעות נובע מענפי התעשייה וענפי המסחר והשירותים. בענפי התעשייה עיקר ההשקעות הן במכונות וציוד ואילו בענפי המסחר והשירותים חלק גדול יותר מההשקעה הנו בבנייה של שטחי מסחר.

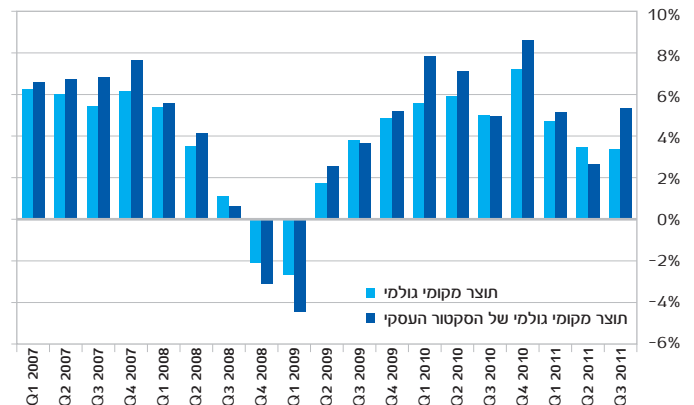
תרשים 2: התפלגות ההשקעה בנכסים קבועים לפי ענפי המשק במחצית הראשונה של 2011



התוצר העסקי הריאלי עלה ברבע השלישי של השנה ב-5.3%, במונחים שנתיים, הודות לעלייה בהשקעות בנכסים קבועים

בשלושת הרבעים הראשונים של השנה עלה התוצר המקומי הגולמי הריאלי ב-5.2%, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד¹. קצב הצמיחה ברבע השני והשלישי אשר עמדו על 3.5% ו-3.4% בהתאמה, התמתנו ביחס לשיעור הצמיחה שהיה ברבע הראשון של השנה ואשר עמד על 4.7% (צמיחה ריאלית, רבע למול רבע קודם, במונחים שנתיים). יחד עם זאת, קצב הצמיחה של התוצר העסקי, המהווה כ-70% מהתוצר המקומי הגולמי, עדיין גבוה בהשוואה לעבר, כפי שניתן לראות בתרשים 1, והוא עמד ברבע השלישי על שיעור ריאלי שנתי של 5.3% (בדומה לשיעור הצמיחה מתחילת השנה בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. חישוב זה מאפשר להחליק את השונות בשיעורי הצמיחה ברבעים השונים.

תרשים 1: שיעור צמיחת התוצר המקומי הגולמי והתוצר העסקי נתונים רבעוניים במונחים שנתיים, מחירים קבועים, מנוכי עונתיות



לצמיחת התוצר העסקי תרמו ההשקעות בענפי המשק. אלו עלו ברבע השלישי של השנה בשיעור ריאלי שנתי דו ספרתי של 17.8%. אשר לסעיף ההשקעות, נציין, כי בולטת הירידה בהשקעות בבנייה למגורים אשר הגיעה ברבע השלישי של השנה לשיעור ריאלי שנתי של 4.2% בלבד. זאת, בהשוואה לגידול דו-ספרתי שאפיין את הרבעים הקודמים. התפתחות זו מעידה על התאמה מהירה יחסית של החברות הפועלות בענף לשינוי בתנאי השוק. כאשר, להגבלת צד ההיצע עשויה להיות השלכה ממתנת על עוצמתה של ירידה אפשרית במחירי הדיור.

אינדיקציה להאטה בפעילות הכלכלית באה לידי ביטוי בשיעור העלייה המתון של הצריכה הפרטית. במונחי צריכה פרטית לנפש, חלה אף ירידה בשיעור ריאלי שנתי של 0.9%. התמתנות זו בצריכה הפרטית הנה תוצאה של הירידה בצריכת מוצרים בני קיימא, אשר הושפעה, בין השאר, מהעלאות הריבית עד לחודש אוקטובר וכן מהשינוי לרעה בצפייות הצרכנים לגבי הפעילות הכלכלית העתידית, המתבטא במדד אמון צרכנים

1. כל הנתונים בפקסה זו מבוססים על נתונים מנוכי עונתיות

מתחילת השנה מסתכמת העלייה של המדד הכללי ב-2.3%, וכפי שניתן לראות בתרשים היא נובעת ברובה מסעיף הדיור. סעיף הדיור אשר עלה מאז ראשית השנה בכ-1.5%, מסביר כשני שלישי מסך עליית המדד. תרומה זו גבוהה משמעותית ממשקלו של הסעיף במדד אשר עומד על 25.4%. סעיף התחבורה תרם כשליש מעליית המדד הכללי, כאשר הדבר משקף בעיקר את העלייה שחלה במחירי הדלקים. תרומה נוספת לעליית המדד נבעה מעליית תעריף מחירי החשמל לצריכה ביתית אשר כלול בסעיף אחזקת דירה.

סעיפים אשר מיתנו את עליית המדד מאז ראשית השנה הינם סעיף המזון הכולל את הפירות והירקות וסעיף הלבשה והנעלה. מחירי המזון ללא פירות וירקות עלו במחצית הראשונה של השנה בשיעור ניכר ובחודשים יוני-ספטמבר היו ירידות מחירים, בהשפעת המחאה החברתית. כאשר משקלים את העלייה במחירי המזון ואת הירידה החדה יחסית מתחילת השנה, במחירי הפירות והירקות, מתקבלת ירידה בסך רכיבי המזון במדד.

האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ירדה לאחרונה אל מתחת לגבול העליון של יעד יציבות המחירים (3%-1%) והיא עומדת כעת על 2.7%. אנו סבורים כי על רקע ההאטה בפעילות הכלכלית של המשק, תימשך ההאטה באינפלציה בשנה הקרובה לכיוון מרכז היעד של יציבות המחירים. אנו מעריכים כי סעיף הדיור, אשר היה גורם משמעותי בעליית המדד בשנה האחרונה, ימשיך בעתיד הקרוב להוות סעיף התורם לעליית המדד הכללי, אם כי לא בעצמה דומה לזו שהייתה בשנה האחרונה. התנהגות סעיף זה תלויה במידה רבה בהתפתחויות שיחולו בהמשך בשוק הדיור. המשך ההתמתנות במחירי העסקאות (כפי שהן מדווחות לרשויות המס ובאות לידי ביטוי במדד מחירי הסקר) עשויה לתרום להתמתנות מדד מחירי הדיור שבמדד, כאשר זה האחרון מבוסס על מחיריהם של חוזי שכירות מתחדשים ומשקף את התשואה של בעלי הדירות על נכסיהם.

הירידה בסביבת האינפלציה חשובה. זו מאפשרת לבנק ישראל לממש את מרחב הפעולה שיש לו ביחס לריבית ולהמשיך ולהפחית על פי הצורך.

ריבית בנק ישראל לחודש דצמבר ירדה ב-0.25 נקודת האחוז ל-2.75%

בנק ישראל הודיע ב-28 לנובמבר על הורדת הריבית לחודש דצמבר ב-0.25 נקודות אחוז ל-2.75%. כפי שניתן לראות בתרשים, זוהי הורדת הריבית השנייה מאז חודש אוקטובר, אשר באה על רקע התגברות החששות לפגיעה קשה, של משבר החובות באירופה, בכלכלה העולמית.

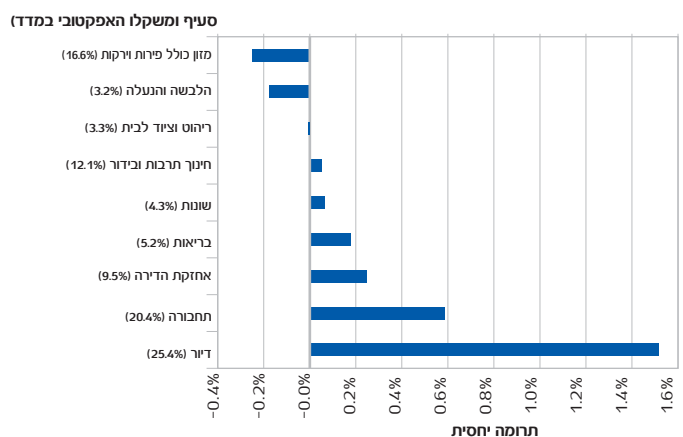
בבחינת נתוני השקעה לפי מגזר עולה כי שיעור ההשקעה של הממשלה בענפי המשק מגיע לכ-15% בלבד. כמו כן, ההשקעה הממשלתית בתשתיות מהווה כ-10% בלבד, מסך ההשקעה בתשתיות במשק. ההשקעה בתשתיות כוללת השקעה בתשתיות תקשורת, בכבישים ובכלי רכב. כמו כן, חלק ניכר מהשקעה בתשתיות בשנים האחרונות הינה ההשקעה בחיפוש נפט. משקלו הגבוה של המגזר העסקי בהשקעות בענפי המשק, מלמד על רגישות גבוהה יותר של רכיב זה בתוצר, לשינויים בתנאי הרקע הכלכליים. ואכן לאור השינויים שחלו בתנאי הרקע העולמיים, אשר הובילו להאטה בפעילות המקומית, צפויים ההשקעות בענפי המשק לעלות בשנתיים הקרובות בשיעור חד ספרתי נמוך. לאור חשיבותה של ההשקעה לצמיחה ארוכת הטווח, ייתכן כי בעת הנוכחית, יש מקום להגדלת משקלו של המגזר הממשלתי בהשקעה בענפי המשק.

אינפלציה ומדיניות מוניטרית

מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר עלה ב-0.1 נקודות אחוז ומתחילת השנה מסתכמת העלייה במדד ב-2.3%

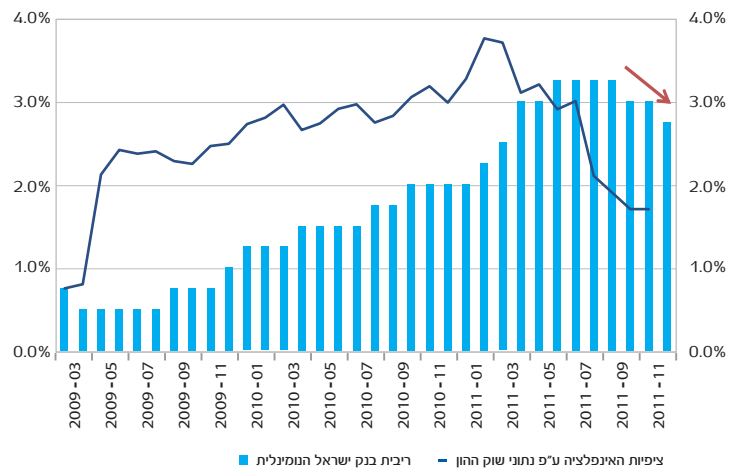
מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר עלה ב-0.1 נקודות אחוז. בחודש אוקטובר חלה עלייה בעיקר במחירי הלבשה והנעלה ובמחירי המזון. מנגד חלה ירידה בסעיף הדיור ובסעיף תרבות ובידור. לצד הירידה בסעיף הדיור, אשר מבוסס על מחיריהם של חוזי שכירות מתחדשים ואשר מתאימה לעונתיות המאפיינת את חודשי החורף, חלה ירידה גם במדד של סקר מחירי הדיור, המבוסס על מחירי עסקאות הרכישה אשר מדווחות למס שבח. מדד זה המתפרסם בעיכוב, משקף את השינוי שחל במחירי הדיור בחודשים אוגוסט-ספטמבר בהשוואה לחודשים יולי-אוגוסט. אינדיקציה ראשונית זו תואמת את הירידה החדה שחלה בקצב מכירת דירות חדשות ובמספר העסקאות הכולל בשוק הדיור.

תרשים 3: התרומה היחסית של רכיבי המדד לעליית המדד הכולל ינואר-אוקטובר 2011



כגון ירידה נוספת בתחזית הצמיחה העולמית ובתחזית הסחר העולמי.
תחזיות אלו עודכנו לאחרונה כלפי מטה בספטמבר 2011.

תרשים 4: ריבית בנק ישראל הנומינלית והאינפלציה הצפויה שנה קדימה
על פי נתוני שוק ההון



בנק ישראל ציין בהודעת הריבית כי, "על רקע הנתונים הכלכליים החלשים שהתפרסמו באירופה, גדל הסיכון לגלישה למיתון באירופה והאטה משמעותית בכלכלה העולמית. התפתחויות שליליות אלה כבר משפיעות על המשק הישראלי והשפעתן צפויה להתגבר. כמו כן, נתוני המקרו שהתפרסמו החודש בארה"ב, היו טובים יחסית, והפתיעו בדרך כלל לטובה ביחס לתחזיות המוקדמות, אך חשוב לציין כי עדיין מדובר בנתונים חלשים יחסית."

בהחלטה על הורדת ריבית בנק ישראל, תמכו במידה רבה, כניסת האינפלציה, בחודשיים האחרונים, לתוך יעד יציבות המחירים (3%-1%), תוך שמירה על יציבות של ציפיות האינפלציה לשנה קדימה, הן של החזאים והן אלו הנגזרות משוק ההון סביב מרכז יעד יציבות המחירים. בסביבה זו של ציפיות אינפלציה, יכול בנק ישראל לעשות שימוש נרחב יחסית, בכלי הריבית בכדי לתמוך ביעדי הצמיחה, תוך שמירה על היציבות הפיננסית. מדברי ההסבר בהחלטה, ניתן להבין שאלמלא הפיחות הזוחל בשער של השקל לאחרונה, היה מקום להפחתה גדולה יותר בריבית. בנוסף, בהודעת הריבית צוין שהמגבלה שהציב בנק ישראל על חלקן של ההלוואות לדיור בריבית משתנה, מקטינה את ההשפעה שיש להפחתת ריבית בנק ישראל, על שיעור הריבית הממוצע למשכנתאות, ומכאן שקטנה ההשפעה של הורדת הריבית על עלייה בביקוש לרכישת דירות ומחיריהן.

במבט קדימה, אנו מעריכים כי בנק ישראל ישמור בחודשים הבאים על סביבת הריבית הנמוכה, תוך בחינת ההתפתחות בסביבת האינפלציה, כאשר מחד צפויה להימשך החולשה בביקושים מחו"ל ובביקושים המקומיים וכן ירידה במחירי הסחורות. מנגד ישנם גורמים כגון, עלייה אפשרית במחירי החשמל והפיחות בשער החליפין של השקל מול הדולר, המייקר את המוצרים המיובאים במדד. בנק ישראל עשוי לנקוט במדיניות מוניטארית מרחיבה יותר, במקרה של החמרה בתנאי הרקע,

התפתחויות כלכליות בעולם

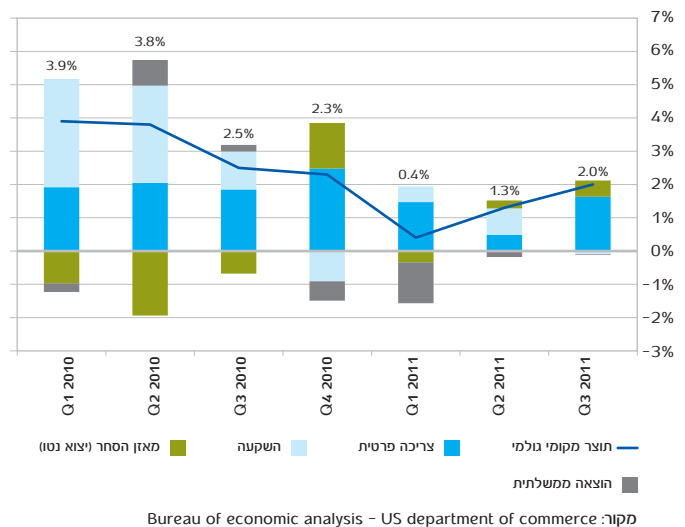
כתב: גיא בית-אור, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

ארה"ב

בתקופה האחרונה מצטברים נתונים מעודדים יחסית לגבי ארה"ב אשר מרמזים על כך שלא צפוי מיתון של ממש בכלכלת ארה"ב בחודשים הקרובים. ברקע הדברים, משבר החוב האירופי והחששות הגוברות בעולם מפני מיתון באירופה. עם זאת, יש לצפות לכך שכלכלת ארה"ב לא תצמח בשיעורים גבוהים אלא מתונים בלבד.

התוצר המקומי הגולמי של ארה"ב צמח ברבע השלישי של שנת 2011 ב-2.0%, במונחים שנתיים בהשוואה לרבע השני. עלייה זו מהווה שיפור משמעותי בצמיחת התוצר בהשוואה לרבע הראשון ולרבע השני של השנה בהם הוא צמח ב-0.4% ו-1.3% בהתאמה. הפרט הבולט ביותר בנתוני החשבונאות הלאומית היה גידול של 2.3% (רבע מול רבע קודם, במונחים שנתיים) בצריכה הפרטית, אשר תרם 1.6 נקודות אחוז לצמיחה הכוללת, שהם כ-81% מסך כול צמיחת התוצר. נתון בולט נוסף היה גידול של 15.6% בהשקעה של הסקטור העסקי במשק (בנייה שלא למגורים והשקעה במכונות, ציוד ותוכנה). עם זאת, רוב הגידול בהשקעה בנכסים קבועים (שלא למגורים) קוזז על ידי ירידה חדה במלאי אשר גרעה 1.6 נקודות אחוז מסך הצמיחה. אנו מעריכים כי הירידה החדה במלאים נובעת מהעלייה החזקה מהצפוי בצריכה הפרטית מחד, ומאיך מהשקעה פחותה במלאים על רקע החששות ממצבו של המשק האמריקאי, שבאו לידי ביטוי ברוב הסקרים בחודשים האחרונים. בסה"כ, מרכיב ההשקעה גרע 0.1 נקודות אחוז מצמיחת התוצר.

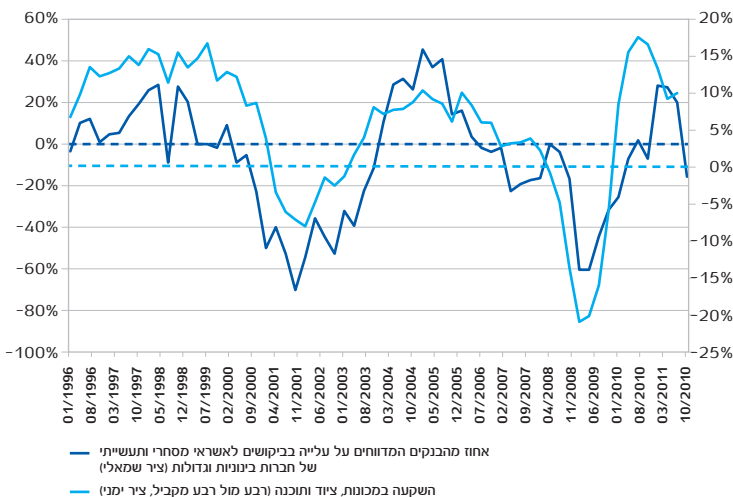
תרשים 1: התרומה הריאלית של מרכיבי התוצר לצמיחת המשק בארה"ב (במונחים שנתיים, נתונים מנוכי עונתיות)



משקי הבית ירד מ-5.1% ברבע השני ל-4.1% מההכנסה הפנויה ברבע השלישי. עם זאת, השחיקה בהכנסה הפנויה מיוחסת בחלקה לאינפלציה הגבוהה אשר שררה במשך כמה חודשים הרבע השלישי של השנה, ואנו מצפים כי ההתמתנות הצפויה בסביבת המחירים תצמצם את השחיקה ברבעים הקרובים. נוסף לכך, מרכיבי הצמיחה בצריכה הפרטית היו מעודדים, שכן רוב הגידול נבע מצריכת שירותים שנחשבת למרכיב מרכזי ופחות תנודתי בצריכה הפרטית. הרכב זה מפתיע במעט שכן לפי הציפיות, הגידול בצריכה הפרטית היה אמור לנבוע מגידול בצריכת מוצרים בני קיימא. בפרט, לאחר הירידה החדה בקניית מכוניות ברבע השני, ולאחר חידוש אספקת החלקים מיפן (כתוצאה מההפסקה הזמנית עקב רעידת האדמה), הרבע השלישי היה אמור להציג עליה משמעותית בקניית מכוניות. עם זאת נתוני הרבע השלישי הראו המשך ירידה בסעיף זה, אך מתונה יותר. תוצאות אלו, בענף הרכב בפרט, מאותתות כי הצריכה הפרטית תהיה חזקה גם ברבע האחרון של השנה מאחר ואנו מצפים כי מכירות הרכבים יהיו חזקות בתקופה זו.

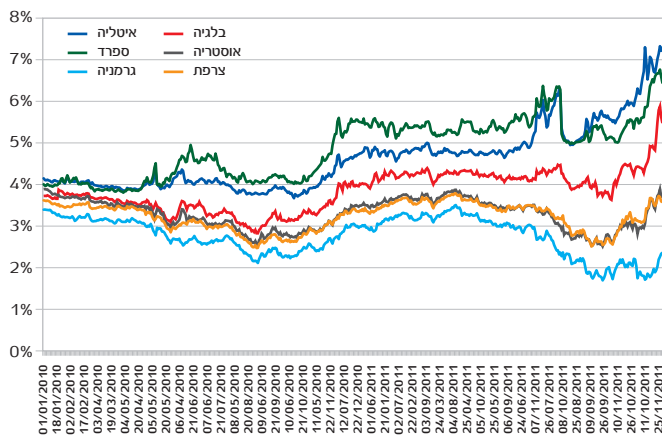
כאשר בוחנים את הביקוש לאשראי מסחרי ותעשייתי בחודשים האחרונים, מתקבלת תמונה קצת מדאיגה, לפחות בכל הנוגע לרמת ההשקעה של הסקטור העסקי במשק. כפי שניתן לראות בתרשים 2, קיים קשר היסטורי מאוד חזק בין הביקוש לאשראי מסחרי ותעשייתי, כפי שהוא נמדד על פי סקר קציני האשראי של הבנק המרכזי של ארה"ב, לבין ההשקעה במכונות, ציוד ותוכנה במשק האמריקאי. מסקר קציני האשראי מחלצים את מאזן הנטו של אחוז הבנקים אשר דיווחו על עלייה בביקוש לאשראי והוא הנתון המדווח כאן. בתרשים זה ניתן לראות כי בחודשים האחרונים הייתה ירידה חדה באחוז הבנקים אשר דיווחו על עלייה בביקושים לאשראי מסחרי ותעשייתי על ידי חברות בינוניות וגדולות (התמונה דומה גם עבור הביקוש לאשראי של חברות קטנות). אם ביולי 2011, 20% מהבנקים (נטו) דיווחו על עלייה בביקוש לאשראי, בנתוני אוקטובר 2011, מדובר על 16% מהבנקים (נטו) אשר דיווחו על ירידה בביקוש לאשראי.

תרשים 2: הביקוש לאשראי מסחרי ותעשייתי מול ההשקעה בנכסים קבועים



המדינות החזקות באיחוד כגון בלגיה, אוסטריה וצרפת החלה לעלות בקצב מהיר יותר. עדות לכך ישנה בתרשים 3 בו ניתן לראות עליה משמעותית בעלויות המימון שלהן הבאה לידי ביטוי בתשואה לפדיון על אג"ח ממשלתי במהלך חודש נובמבר.

תרשים 3: תשואה לפדיון אג"ח ממשלתי ל-10 שנים של מדינות נבחרות באירופה



נתון אחרון: 29/11/2011
מקור: Thomson Reuters

על רקע משבר האמון הפוליטי, משבר החוב וההאטה הכלכלית החריפה באירופה, התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות בגרמניה נמצאות בשפל (תרשים 3). בעיקר משום שגרמניה נתפסת כיום כמקלט בטוח בכל מבנה עתידי של האיחוד האירופי. למרות זאת, רוב האינדיקאטורים הכלכליים מצביעים על האטה משמעותית גם בגרמניה וכיום ברור כי כל פיתרון למשבר החוב האירופי ידרוש העברת כספים גדולה מגרמניה למדינות האחרות, דבר אשר יגרום לעליה משמעותית ביחס חוב/תוצר שלה.

כיום ברור כי ההאטה אשר עשויה להידרדר למיתון ברבעים הקרובים, תפגע ביכולת של המדינות החזקות - גרמניה, צרפת, בלגיה, אוסטריה והולנד, לסייע למדינות הפריפריה. במיוחד מדאיגה צרפת, הכלכלה השנייה בגודלה באירופה, אשר עדכנה את תחזיות הצמיחה שלה כלפי מטה ונמצאת כיום תחת איום של הורדת דירוג האשראי שלה, בעיקר על רקע החשיפה הגדולה של הבנקים הצרפתים למדינות הפריפריה.

קו פרשת המים בכל הנוגע למשבר החוב האירופי הוא המצב באיטליה, שהיא הכלכלה השלישית בגודלה באירופה. החוב האיטלקי יעמוד בסוף 2011 על כ-120% תוצר, כ-1.9 טריליון יורו, איטליה נמצאת כיום במצב בו עתידה תלוי באמון המשקיעים. אם המשקיעים יאמינו כי היא מסוגלת לנהל מדיניות פיסקאלית בת-קיימא, אשר מחויבת להסדיר את רמת החוב הגבוהה, ולשלב בכך רפורמות נדרשות בשוק העבודה, בפנסיה ובמגזר הציבורי, אז היא לא תעמוד בפני פשיטת רגל מאחר שעלויות המימון שלה יהיו עדיין נמוכות. בפועל, במהלך נובמבר, עלתה התשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים באיטליה אל מעל 7% כאשר על פי ניסיון

על פניו, סקר קציני האשראי של הבנק המרכזי מאותת על ירידה ברמת ההשקעה בסקטור העסקי, אשר עד כה הייתה אחד מהמרכיבים החיוביים ביותר בהתאוששות המשק האמריקאי. עם זאת, מאחר שההשקעה במכונות, ציוד ותוכנה מהווה פחות מ-9% מהתוצר, לפגיעה זו תהיה השפעה מוגבלת. מובן, שניתוח זה אינו לוקח בחשבון השפעות חיצוניות אפשריות של משבר החוב באירופה אשר עלול לדרדר את המצב ולגרום לכך שהבנקים שוב יעצרו את זרימת האשראי במשק ובכך יגרמו למחנק אשראי.

אירופה

באירופה נמשכה מגמת ההאטה הכלכלית גם ברבע השלישי עם צמיחה רבעונית של 0.2%, בדומה לשיעור הצמיחה ברבע השני של השנה. אנו מעריכים כי מגמת ההאטה תתגבר ברבעים הקרובים, כאשר סביר מאוד שנראה ירידה בתוצר כבר ברבע האחרון של השנה. ניתוח תמונת המצב במדינות שונות מעלה מבליט את ההבדל בין מדינות צפון אירופה החזקות לבין מדינות הפריפריה. גרמניה וצרפת צמחו בשיעור של 0.5% ו-0.4% בהתאמה והן למעשה אלו אשר "סוחבות" את צמיחת התוצר על גבן. עם זאת, חשוב לציין, שבהולנד חלה ירידה של 0.3% בתוצר, לראשונה מאז הרבע השני של 2009. נתון זה מגביר את החשש לכך שההאטה הכלכלית מתחילה לפגוע גם במדינות החזקות באיחוד.

קצב האירועים המסחר באירופה בחודשים האחרונים אינו משאיר מקום לספק: משבר החוב של מדינות הפריפריה מעמיד את עצם רעיון האיחוד האירופי במבחן גדול ומהווה אתגר פוליטי לא פחות מכלכלי. לאחר שמנהיגי אירופה הבינו כי תוכנית החילוץ השנייה של יוון, אשר הוסכם עליה רק ביולי, תקשה לצאת אל הפועל, הוחלט בסוף אוקטובר על תוכנית חדשה. התוכנית החדשה כללה שלושה מרכיבים מרכזיים: (1) בנייה מחדש של החוב הפרטי של יוון הכולל "תספורת" של 50%. (2) הגדלת כוחה של קרן החילוץ האירופית (ה-ERFSF) לטריליון יורו. (3) הגדלת הלימות ההון הבסיסית של הבנקים ל-9% שדורשת, לטענתם, הזרקה הון של 109 מיליארד יורו למערכת הבנקאות באירופה. תוכנית זו אינה מספקת את הפיתרונות הדרושים לבעיותיה של אירופה אשר סובלת לא רק ממשבר חוב, אלא גם מהאטה כלכלית שמחריפה כתוצאה מצעדי הצנע להם נדרשות המדינות השונות. ואכן, בחלוף הזמן, השווקים התפכחו מהאשליה כי תוכנית זו תביא בשורה אמיתית לאיחוד האירופי. כך חלה שחיקה נוספת באמון המשקיעים בשווקים, כאשר ברקע הוחלפו ממשלות ספרד, יוון ואיטליה. נוסף לכך, כתוצאה מתוכניתו של ראש ממשלת יוון לשעבר פאפאנדראו להעביר את תוכנית הצנע החדשה במשאל עם, מנהיגי אירופה החלו להתבטא בפומבי על האפשרות הממשית שמדינות מסוימות יאלצו לפרוש מהאיחוד האירופי. התבטאויות אלו, בנוסף לפרסומים שונים המדברים על כך שמנהיגי אירופה עובדים על תוכנית לשינוי מבני של האיחוד האירופי מערעות את התפיסה הרווחת כי האיחוד האירופי לא יכול להתפרק.

כתוצאה מכל ההתפתחויות של החודשים האחרונים, ההסתברות לחדלות פירעון של איטליה יותר מהכפילה את עצמה מסוף יוני ולאחרונה מדאיגה עוד יותר העובדה כי ההסתברות לחדלות פירעון של

העבר, נתון זה מהווה את נקודת האל-חזור לפני שאיטליה תאלץ לקבל עזרה חיצונית. ראש ממשלת איטליה ברלוסקוני הבין שהבעיה המרכזית של מדינתו כיום היא בעיית האמון ולכן במהלך נובמבר הוא התפטר. מהלך זה הרגיע רק במעט את השווקים. התשואה לאג"ח של 10 שנים עדיין נמצאת ברמה גבוהה שאינה בת קיימא עבור איטליה ופעולותיה של הממשלה החדשה יקבעו במידה רבה לא רק את עתידה של איטליה, אלא גם את עתידו של האיחוד האירופי כולו.

סקירה רבעונית על שוק ההון

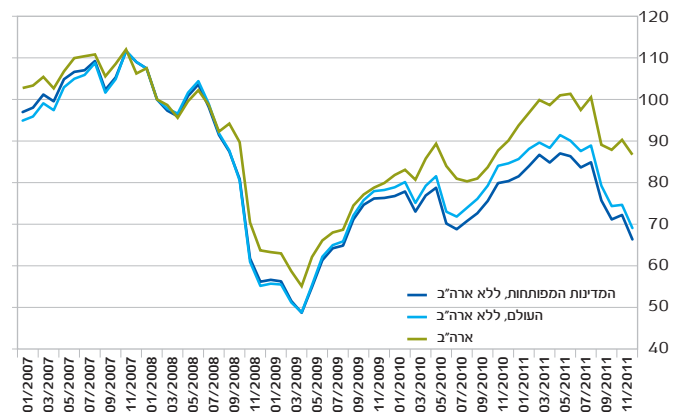
כתב: ד"ר גיל מיכאל בפמן, הכלכלן הראשי, החטיבה לכספים ולכלכלה

שוק המניות

המגמה השלילית בשוק המניות הישראלי התעצמה בחודשים יולי ואוגוסט. במהלך חודש אוקטובר הייתה התייצבות בשוק המניות, אך השוק חזר בחודש נובמבר למגמה השלילית הברורה שאפיינה אותו בכמעט כל השנה החולפת. מגמה שלילית מתמשכת זו נובעת ממספר סיבות ובהן: המשבר הכלכלי ההולך ומעמיק באירופה, חוסר היציבות הגיאוגרפית במדינות השכנות לישראל, שינויים ברמת אי-הוודאות הביטחונית המקומית בישראל והמגמה של העלאת הריבית המהירה יחסית בישראל בחודשים הראשונים של השנה.

נראה שהגורם הדומיננטי שהשפיע על השוק הישראלי בחודשים האחרונים היה המשבר הפיננסי והכלכלי החמור שגרם להאצה בירידות השערים באירופה ובשוקי המניות של השווקים המפותחים, מאז חודש אוגוסט. עם זאת, ירידות השערים בארה"ב היו מתונות יחסית לאלה שהיו בשאר המדינות המפותחות, זאת, כפי שניתן לראות בתרשים. הירידה במדד המניות של ארה"ב הייתה מתונה יחסית, בהתחשב בעובדה שבחודש אוגוסט הופחת דירוג האשראי של ממשלת ארה"ב. הדבר יכול לשקף הערכת מצב לפיה המצב הכלכלי בארה"ב טוב יחסית למצב שבאירופה.

תרשים 1: מדדי מניות עולמיים, במונחים דולריים (מדד, ינואר 2008=100)



מאז ראשית השנה ועד סוף חודש נובמבר 2011, מדד ת"א 25 ירד בכ-22% ומדד ת"א 100 ירד בכ-23%. במדדי המניות הבינוניות והקטנות, ת"א 75 הייתה מאז ראשית 2011 ירידה חדה יותר מאשר במדד המניות "הכבדות", ת"א 25. מדד ת"א 75 ירד מאז ראשית השנה בשיעור של כ-27% ומדד יתר 50 ירד בכ-31%. הענפים שבהם שיעור ירידת המחירים היה מתון יחסית לממוצע (ת"א 100) היו ענפי התעשייה. מנגד, הענפים שבהם הייתה ירידת שערים גדולה יחסית המשיכו להיות ענפי הפיננסים וחברות האחזקה וההשקעה.

הירידה במדדי המניות של ישראל מאז ראשית השנה בולטת במיוחד מכיוון שהיא הייתה חדה במידה ניכרת בהשוואה לשווקים אחרים בעולם. לשם המחשה, מדד S&P500 בארה"ב ירד במהלך אחד עשר החודשים הראשונים של 2011 בכ-8% בלבד ומדד KOSPI הדרום קוריאני ירד בכ-13%. לעומת זאת מדדי המניות האירופאים כדוגמת ה-DJ EURO STOXX ירד בשיעור של כ-24%, זאת בדומה לירידה בשוק הישראלי. נראה שבעוד שירידה של מדדי המניות בישראל הצביעה בחודשים הראשונים של 2011 על השפעתם הגדולה יחסית של הגורמים המקרו כלכליים והגיאוגרפיים הספציפיים של ישראל, בתקופה האחרונה המשבר האירופאי הפך לגורם משמעותי.

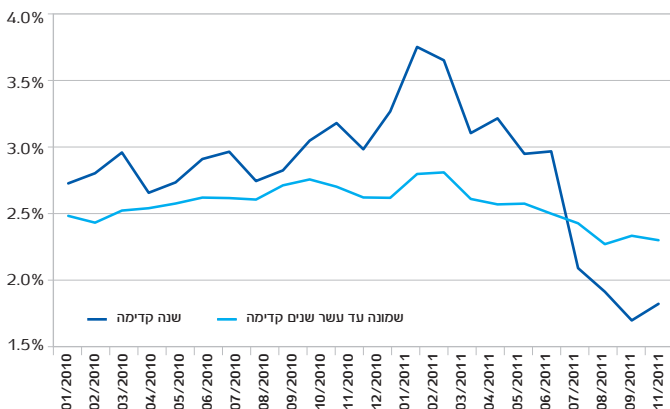
שוק איגרות החוב

המגמה השלילית בשוק איגרות החוב הממשלתיות של ישראל, שנמשכת מאז חודש נובמבר 2010, נבלמה לקראת סוף חודש מרץ 2011 ומאז ניכרת מגמה חיובית בשוק זה. במבט כולל, מדד איגרות החוב הממשלתיות, עלה באחד עשר החודשים הראשונים של 2011 בשיעור של כ-4%.

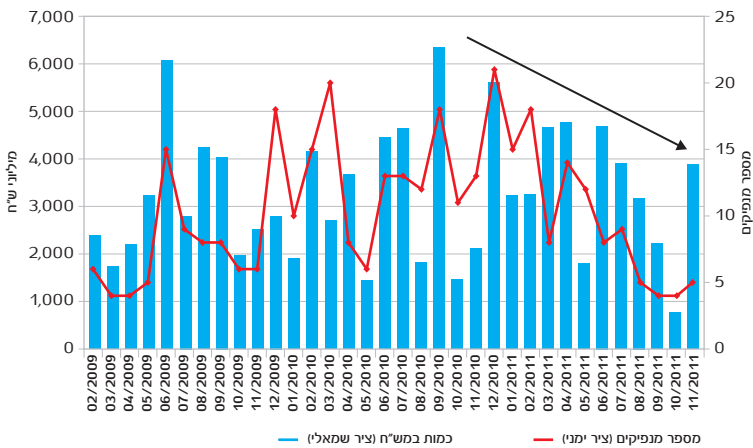
נראה שהמגמה החיובית, שהחלה בחודש אפריל השנה, התבססה על כמה גורמים: (א) התייצבות הריבית של בנק ישראל, ומעבר להפחתת ריבית; (ב) מדד המחירים לצרכן, שנותר כמעט ללא שינוי מאז אמצע 2011; (ג) הירידה בשיעורי התשואה לפדיון של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב מאז ראשית חודש אפריל והתייצבות שיעור התשואה לפדיון ל-10 שנים בארה"ב על רמה נמוכה של כ-2%.

התפתחות התשואות לפדיון בשוק האג"ח הממשלתיות שיקפה במהלך החודשים האחרונים ירידה של ממש בציפיות לאינפלציה. כתוצאה מכך, עליית השערים בשוק איגרות החוב השקליות בתקופה זו הייתה מהירה יותר מאשר בשוק אגרות החוב הצמודות למדד. התפתחות זו בלטה במיוחד בטווחים הקצרים יחסית לפדיון (תרשים 2). הדבר ניכר גם בהתפתחות הציפיות לאינפלציה הנגזרות משוק ההון.

תרשים 2: ציפיות אינפלציה על פי שוק ההון, ממוצעים חודשיים

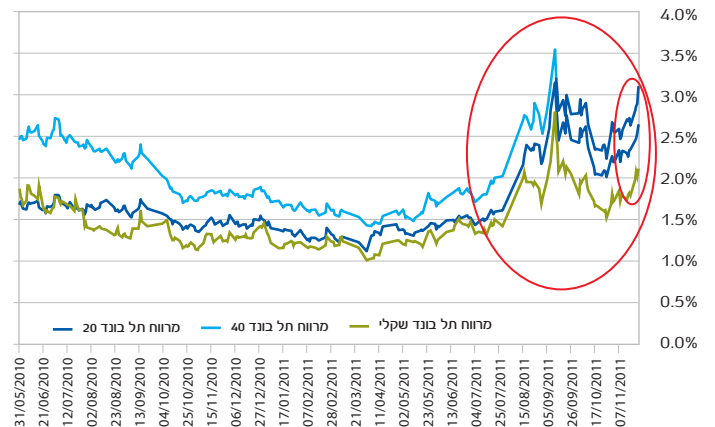


תרשים 4: הנפקות של אגרות חוב קונצרניות



בשוק אגרות החוב הקונצרניות (אג"ח של חברות) בישראל הייתה תנודתיות רבה יחסית בשערים במהלך החודשים האחרונים. "דשדוש" זה בא לאחר עלייה מהירה יחסית במחירי אגרות החוב הקונצרניות מאז אמצע 2010 ועד לחודש מרץ 2011. זאת ועוד, מגמת הירידה במרווחים (קונצרני-ממשלתי) שבלטה במהלך הרבע הראשון של 2011, נבלמה ונרשמה עלייה במרווחים. ניתן לראות מגמות אלו בתרשים 3 המציג את הפער שבין שיעור התשואה לפדיון של מדדי אגרות החוב הקונצרניות הסחירות, תל-בונד 20 ותל-בונד 40 לבין שיעור התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות. העלייה במרווחים בין מדדי התל בונד ואגרות החוב הממשלתיות, יכולה להצביע על מיצוי תנאי הרקע החיוביים של המשק הישראלי, שהשפיעו לטובה על עלויות גיוס האשראי של הסקטור העסקי בעבר.

תרשים 3: מרווחים תל בונד 20, 40, ותל בונד שקלי



החשש מפני אי-החזר של חובות ותשלומי הריבית לציבור השפיע אף הוא על מגמת העלייה במרווחים. כתוצאה מכך, נראה שחל שינוי של ממש ב"תיאבון של הציבור לסיכון". החשש הגדל והולך מפני הסיכונים הטמונים בחלק מן החברות שלוו מהציבור באמצעות שוק אגרות החוב הקונצרני, בא לידי ביטוי לא רק במחירי האגרות אלא גם ברידת ההיקף הכספי שהציבור היה מוכן להעביר להנפקות חדשות. (תרשים 4)

סחורות, מטבעות והקשר ביניהם

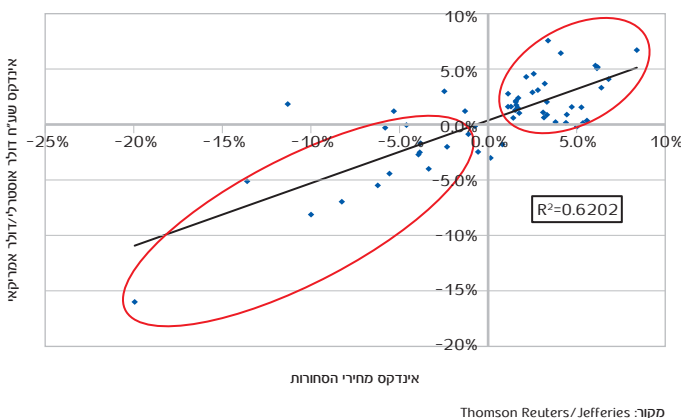
כתב: שגיב מלכי, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

ומעליית הריבית הבאה לרסן את הצמיחה המהירה. לתהליך זה, במידה שהוא מתרחש, השפעה נוספת על ייסוף המטבע.

במטרה להמחיש את הקשר שתואר לעיל, נתמקד בשתי מדינות- אוסטרליה וברזיל, אשר ניתן להגדיר כל אחת מהן ככלכלת סחורות. תרשימים 2 ו-3 מראים את הקשר הליניארי המתקיים בין מחירי הסחורות לבין ביצועי המטבעות של המדינות הללו אל מול הדולר האמריקאי; כך, שינוי חיובי במחירי הסחורות מלווה בהתחזקות מטבעותיהן של מדינות אלו, וההפך מתקיים כאשר השינוי הוא שלילי (אוסף התצפיות המוקפות בעיגול בתרשימים 2 ו-3). נוסף לכך, מדד טיב ההתאמה (ערכו של ה-R² המצוין בתרשימים) מראה כי השינוי שחל בביצועי המטבע המקומי של המדינות הללו אל מול הדולר האמריקאי מתואם בעוצמה גבוהה יחסית חיובית של כ-65% עם השינוי במחירי הסחורות.

תוצאה זו מפתיעה לאור השונות הקיימת במאפיינים הכלכליים של המדינות הללו. מחד, כלכלת ברזיל הינה כלכלה מתפתחת, בה, על-פי נתוני ה-IMF, התוצר לנפש ויחס החוב/תוצר עמדו בשנת 2010 על כ-\$10,816 ו-66.8%, בהתאמה. מנגד, אוסטרליה הינה כלכלה מערבית מפותחת, בה התוצר לנפש בשנת 2010 עמד על כ-\$55,671 (בערך פי 5 מהתוצר לנפש בברזיל), ואילו היחס חוב/תוצר בסוף אותה שנה עמד על כ-20.5%. בנוסף, נתוני ה-IFS מראים כי שעור האינפלציה השנתית בברזיל ברבע השני של השנה הגיע ל-6.6% לערך, בעוד באוסטרליה שיעור זה עמד על כמחצית-3.6%. הבדלים אלו גורמים לפערי ריבית בין שתי המדינות; נכון לחודש נובמבר 2011 עומד שער הריבית בברזיל על 11.5% ואילו באוסטרליה שער הריבית עומד על 4.5%.

תרשים 2: מחירי הסחורות וביצועי הדולר האוסטרלי אל מול הדולר האמריקאי (שעורי שינוי, חודש מול חודש קודם)



1. תצפיות לתקופה שבין ינואר 2007 לבין אוקטובר 2011.

רמת החיים בעולם מצויה במגמת עלייה במהלך העשורים האחרונים, כאשר אחד האינדיקטורים המראים זאת הינו התוצר לנפש מתואם לשווי כוח הקנייה. מגמה זו מביאה עימה ביקוש גובר למזון, אנרגיה ומתכות, ובכך מעלה את מחירן של סחורות אלו. במיוחד, אנו עדים להתאוששות שחלה במחירי הסחורות מאז נקודת השפל של המשבר הכלכלי האחרון במהלך השנים 2009-2011 (תרשים 1).

למשל, נתוני הבנק העולמי מראים שבשלושת הרבעונים הראשונים של 2010 נע מחירה של חבית נפט סביב \$77. אולם, עקב עלייה בביקוש וירידה בהיצע (בעיקר מצידה של לוב), חלה עלייה במחירה של חבית נפט עד לרמה של כ-\$116 לחבית בחודש אפריל השנה. דוגמה נוספת ניתן לשאוב מהעלייה שחלה במחירי התוצרת החקלאית עקב תנאי מזג אויר קשים (בצורת, שיטפונות ועוד); כך, בין חודש יוני 2010 לחודש פברואר 2011 חלה עלייה של 45% במחירי התוצרת החקלאית

תרשים 1: מדד מחירי הסחורות



מקור: Thomson Reuters/Jefferies

עלייה במחירי הסחורות משפיעה בצורה ישירה על מדינות אשר עיקר פעילותן הכלכלית מצויה בשוק הסחורות (להלן: כלכלת סחורות) ומביאה להאצת הצמיחה דרך מרכיב היצוא. דוגמה לכך היא אוסטרליה, בה מתחילת השנה ועד לחודש ספטמבר היווה ייצוא הסחורות כ-84% מתוך סך הייצוא במדינה (נתונים מנוכי עונתיות); מדינות נוספות הן נורווגיה, ברזיל וכד'. המנגנון פועל כך שעלייה במחירי הסחורות מגדילה את העודף בחשבון השוטי, ומביאה לייסוף של המטבע המקומי. השפעה משנית הנובעת כתוצאה מייסוף המטבע היא עלייה נוספת של מחירי הסחורות (עקב התייקרות הייבוא); תהליך זה חוזר על עצמו כשהתנודתיות פוחתת עד להתייצבותם של המחירים. נוסף לכך, ייתכן שתהליך זה יביא לעלייה בתנועות ההון הנכנסות למדינות אלו, וזאת מתוך מטרה להפיק רווח מההתחזקות הצפויה של המטבע המקומי,

התבוננות ארוכת טווח מראה כי עוצמתו של הקשר שתואר לעיל הלכה והתחזקה עם השנים. טבלה 1 מציגה את המתאמים המתקיימים בין ביצועי המטבע של מדינות המאופיינות בכלכלת סחורות (שיעורי שינוי, חודש לעומת חודש קודם) עבור שתי תקופות מדגם שונות; אחת עבור התקופה שבין נובמבר 1995 עד דצמבר 2006, ואילו השנייה עבור התקופה שבין ינואר 2007 עד לאוקטובר 2011. התוצאות עבור תקופת המדגם הראשונה מוצגות באלכסון השמאלי העליון (צבעו ברקע תכלת), ואילו עבור תקופת המדגם השנייה התוצאות מוצגות באלכסון הימני התחתון.

טבלה 1: רמת המתאם בין ביצועי המטבעות של המדינות השונות (שיעורי שינוי, חודש לעומת חודש קודם) אל מול הדולר האמריקאי

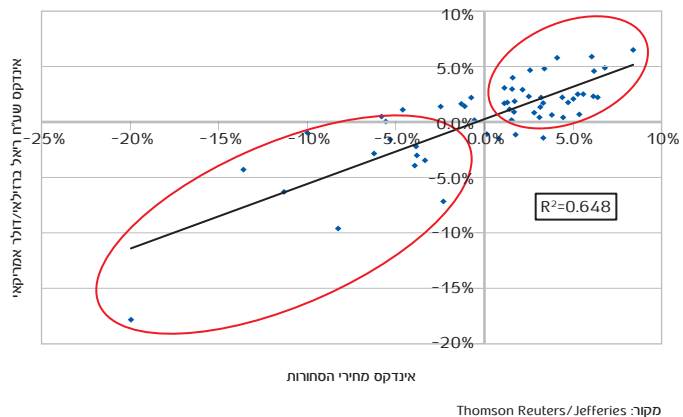
תוצאות עבור תקופת המדגם 1995:11-2006:12						מדינות	2007:1-2011:10
ניו זילנד	נורווגיה	דום אמריקה	ברזיל	אוסטרליה	קנדה		
43.0%	37.4%	26.3%	16.4%	57.7%		קנדה	
79.9%	45.1%	31.5%	15.6%		81.9%	אוסטרליה	
6.6%	3.5%	5.1%		83.8%	78.4%	ברזיל	
32.9%	36.0%		72.6%	72.6%	70.2%	דום אמריקה	
47.3%		63.4%	80.6%	82.8%	72.5%	נורווגיה	
	67.2%	59.5%	72.6%	85.4%	69.5%	ניו זילנד	

כפי שניתן לראות, במעבר בין התקופות האמורות עלתה רמת המתאם בין כלל המדינות הללו, כאשר בחלקן ניתן להבחין בשינוי משמעותי. אחת הדוגמאות לשינוי שכזה היא רמת המתאם בין שיעורי השינוי בביצועי הקרונה הנורווגית אל מול הדולר האמריקאי לבין שיעורי השינוי בביצועי הריאל הברזילאי אל מול הדולר האמריקאי, אשר הציגה עלייה של 77.1 נקודות האחוז (מ-3.5% בתקופה שבין נובמבר 1995 עד דצמבר 2006 ל-80.6% בתקופה שבין ינואר 2007 עד אוקטובר 2011). דוגמא נוספת, הממחישה כי הידוק הקשר נכון גם לצמדי מדינות מפותחות ולא דווקא לצמדי מדינות מפותחות-מתפתחות, היא עלייה של 24.2 נקודות האחוז ברמת המתאם שבין שיעורי השינוי בביצועי הדולר האוסטרלי אל מול הדולר האמריקאי לבין שיעורי השינוי בביצועי הדולר הקנדי אל מול הדולר האמריקאי (מ-57.7% בתקופה שבין נובמבר 1995 עד דצמבר 2006 ל-81.9% בתקופה שבין ינואר 2007 עד אוקטובר 2011).

מגמת התחזקות המטבע, במיוחד אם היא נוצר של פעילות ספקולטיבית ממוקדת מט"ח, ולא של פעילות ריאלית ממוקדת סחורות, אינה מטיבה עם כלל המדינות המאופיינות בכלכלת סחורות, ובפרט עם אלו המתפתחות. הוכחה לכך ניתן למצוא בתגובתן של חלק מהמדינות שמנסות למנוע, או לפחות למתן, מגמה זו בעזרת התערבות אקטיבית בשוק מטבע החוץ והטלת מגבלות שונות על המסחר.

ברזיל מהווה דוגמא טובה לכך. התחזקות שערי המטבע במדינה זו מקשה על הצמיחה הכלכלית ככלל, ועל סחר החוץ בפרט, ומביאה את ממשלתה לנקוט בצעדים מגוונים (רכישת מט"ח על-ידי הבנק המרכזי היא דוגמא אחת לכך; הפעלת מגבלות רגולטוריות היא דוגמא נוספת) במטרה למנוע

תרשים 3: מחירי הסחורות וביצועי הריאל הברזילאי אל מול הדולר האמריקאי (שיעורי שינוי, חודש מול חודש קודם)

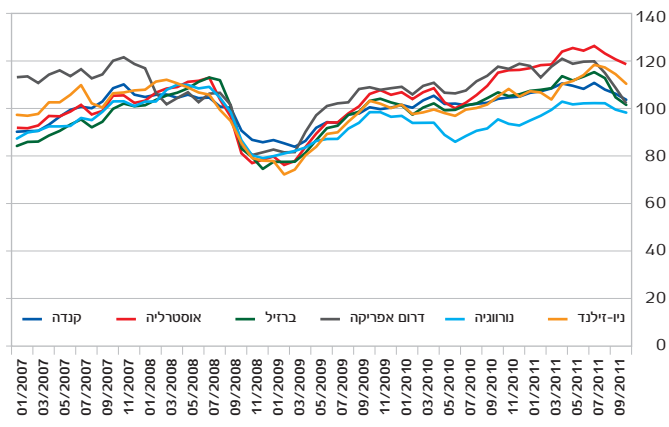


מקור: Thomson Reuters / Jefferies

הקשר שתואר לעיל מביא אותנו לקשר המתקיים בין ביצועי המטבע של מדינות המאופיינות בכלכלת סחורות, כפי שעולה מתרשים מספר 4. ניתן לראות כי אופי הכלכלה השונה בין המדינות, כמו גם הבדלים בסוגי הסחורות המופקות/מיצרות בכל מדינה ומדינה, אינם מונעים תזוזה דומה של המטבעות המקומיים בביצועיהם אל מול הדולר האמריקאי; למשל, בהשוואה לאמצע שנת 2009, חל ייסוף בערך המטבע של כלל המדינות הנזכרות בתרשים מספר 4, כאשר הדולר האוסטרלי, הריאל הברזילאי והקרונה הנורווגית התחזקו בשיעור של 26%, 11% ו-13% בהתאמה.

בדיקת ביצועי המטבע של מדינות שעיקר פעילותן הכלכלית אינו מצוי בתחום הסחורות³ אל מול הדולר האמריקאי מראה כי אלו אינם נעים באותה אחידות המאפיינת את קבוצת המדינות המאופיינות בכלכלת סחורות; כך, בהשוואה לאמצע שנת 2009 חל פיחות של 3.7% בפאונד הבריטי, ושל 2.2% ביורו, ולעומת זאת חל ייסוף של 26.2% בין היפני ושל 7.6% בשקל הישראלי.

תרשים 4: מטבעות של מדינות המאופיינות בכלכלת סחורות - ביצועים אל מול הדולר האמריקאי (שע"ח, מדד, 100=2008)



ייסוף של המטבע המקומי. עם זאת, כפי שראינו מעלה, המתאם המתקיים בין ביצועי המטבע של מדינה זו לבין אלו של מדינות כגון אוסטרליה, קנדה וכד' (אשר אינן מתערבות בשוק המט"ח), מעמיד בסימן שאלה את האפקטיביות של צעדים אלו לאורך זמן.

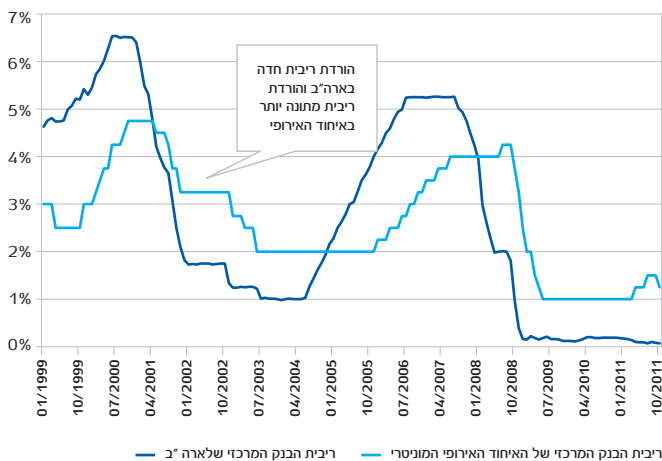
עם זאת, ייתכן כי דווקא התגברותה של אי-הוודאות הכלכלית תסמן את נקודת המפנה עבור מטבעותיהן של מדינות אלו. החשש מהאטה משמעותית של הכלכלה הגדולה בעולם, כמו גם הסיכון הגובר בשוק האירופי, בדגש על גוש היורו, יכולים להביא להאטה ריאלית (הנובעת מהאטת הביקושים לסחורות- אופציה אשר ככל הנראה נתפסת כגרועה יותר מאשר ייסוף ספקולטיבי) ו/או להאטה ספקולטיבית של הלחצים על המטבעות הללו. מנגד, תרחיש קיצון בו נראה שינויים בהרכב של גוש היורו, יכול להביא לשינוי כללי המשחק בשוק המט"ח העולמי.

הילכו מדינות האיחוד האירופי יחדיו, בלתי אם נועדו

כתבה: שגית כהן, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

הסיבה לייסוף של האירו הייתה פער הריביות החיובי בין האיחוד המוניטארי וארה"ב. ב-2002, כידוע, העולם היה שרוי במשבר הדוט-קום, במהלכו הפחיתו הבנקים המרכזיים בעולם את הריביות. כפי שניתן לראות בתרשים 2, הפחתת הריבית בגוש האירו הייתה מתונה יותר בהשוואה לזו של ארה"ב וכתוצאה מכך, החלו להיכנס למדינות האירו תנועות הון של משקיעים זרים, אשר רצו ליהנות מהפרשי הריבית.

תרשים 2: ריבית נומינלית של הבנק המרכזי בארה"ב ובאיחוד האירופי



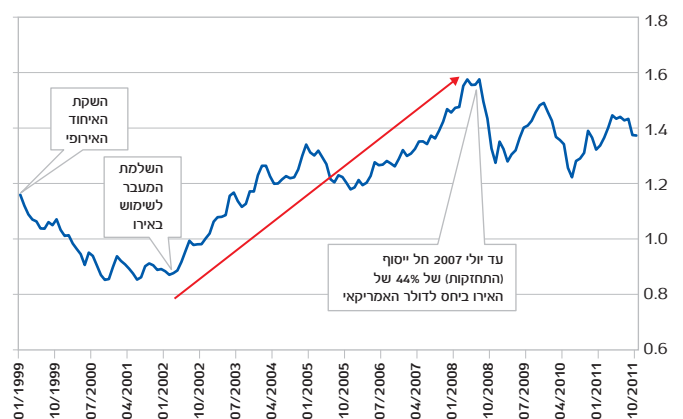
נציין כי פערי הריבית בין ארה"ב והאיחוד המוניטארי, משקפים הבדלים בתפיסת ניהול המדיניות המוניטארית. בעוד הבנק הפדרלי מפעיל מדיניות מוניטארית גמישה ואף אגרסיבית יחסית, ככלי עיקרי להתמודדות עם מצבי מיתון או משבר כלכלי, הבנק המרכזי האירופי נוטה להיות מתון יותר, תוך שהוא נותן משקל רב מאוד למדיניות מרסנת אינפלציה, דהיינו, עמידה ביעד של יציבות המחירים, שהוגדר כשיעור אינפלציה של 2%, בטווח הבינוני. המדיניות של הבנק המרכזי האירופי מושפעת מהמורשת של הבנק המרכזי של גרמניה - הבונדס בנק, אשר הכתיב את הטון של המדיניות המוניטארית באיחוד האירופי. הבונדס בנק היה נוקשה במיוחד במדיניות המוניטארית שלו, ומטרתו העיקרית הייתה להביא את האינפלציה לשיעור הקרוב לאפס. זאת, גם במחיר של צמיחה איטית ביטוי לנטייה לריסון מוניטארי ניתן למצוא גם ברשימת קריטריונים הכלכליים שנקבעו, כתנאי סף להצטרפות לגוש האירו. (תרשים 4 בהמשך, מציג את מצבן של המדינות במועד הצטרפות לאיחוד, ביחס לקריטריונים שנקבעו):

1. יציבות מחירים - היעד של יציבות המחירים נקבע לפי שיעור האינפלציה הממוצע של שלוש המדינות עם שיעור האינפלציה הנמוך ביותר באיחוד. ניתן היה לחרוג משיעור זה ב-1.5%.
2. הריבית לטווח ארוך צריכה להיות בטווח של עד 2% מעל לריביות של שלוש המדינות עם שיעור האינפלציה הנמוך ביותר באיחוד.
3. גירעון הממשלה כאחוז מהתוצר צריך להיות נמוך מ-3%.
4. החוב הממשלתי כאחוז מהתוצר צריך להיות נמוך מ-60%.

13 שנים עברו מאז השקתו של גוש האירו בינואר 1999. לרגע ההשקה הוא קדמו 25 שנים של יכוחים פוליטיים וכלכליים בין המתנגדים לבין המצדדים בהקמתו של איזור מטבע אחיד באירופה. ב-1 לינואר 1999 התאחדו 11 מתוך 27 המדינות השייכות לאיחוד האירופי, למסגרת של איחוד אירופי מוניטארי (או גוש האירו)¹. עד כה הצטרפו לגוש האירו 6 מדינות נוספות, והוא מונה כיום 17 מדינות בסך הכול². בימים אלו, בהם האיחוד המוניטארי נמצא בצומת דרכים קריטית, בחרנו לסקור את השיקולים שהביאו להקמתו ואת ההתפתחויות המרכזיות שחלו בו מאז. האיחוד האירופי מאגד 27 מדינות המקיימות שיתופי פעולה חברתיים כלכליים ופוליטיים, ואשר חתומות על אמנת מאסטריכט שנחתמה ב-1992. אמנה זו מחייבת אותן לחתור לעמידה בכללים שנקבעו כתנאי כניסה לגוש האירו (פירוט בהמשך). זאת, מתוך שאיפה לכלול את כל מדינות האיחוד האירופי תחת איזור מטבע אחיד - גוש האירו³.

בעת השקתו בראשית 1999, שימש האירו לעסקאות שלא נעשו במזומן, כאשר השלמת המעבר לשימוש באירו, לכלל סוגי העסקאות, הסתיים כעבור 3 שנים, ב-1 לינואר 2002. קשיי הלידה לא איחרו לבוא. כפי שניתן לראות בתרשים 1, מאז השלמת המעבר לשימוש באירו כמטבע יחיד, החל ייסוף (התחזקות) מתמשך של האירו מול הדולר ותוך כשנתיים בלבד, חל ייסוף של כ-34%. אלא, שהתחזקות המטבע האירופי לא שיקפה התחזקות כלכלית של האיחוד המוניטארי, בהשוואה לכלכלה האמריקאית. שיעורי הצמיחה הצביעו על פער משמעותי לטובת ארה"ב. כך, שיעור הצמיחה הריאלי בארה"ב, בשנים 2002 - 2004 הסתכם בממוצע על 2.6% ובאיחוד המוניטארי שיעור הצמיחה הריאלי הסתכם בשנים אלו, ב-1.3% בלבד.

תרשים 1: שער חליפין נומינלי דולר-אירו



1. בעת השקת האיחוד המוניטארי (או גוש האירו) הצטרפו אליו 11 מדינות, אשר עמדו בקריטריונים, שנקבעו במסמך הקרוי אמנת מאסטריכט: אוסטריה, בלגיה, הולנד, פינלנד, צרפת, גרמניה, מלטה, איטליה, לוקסמבורג, פורטוגל, ספרד (3 מדינות נוספות - מונקו, סן-מרינו והותיקן, אינן מהוות חלק מהאיחוד האירופי המוניטארי, אך הגיעו להסכם עם האיחוד המאפשר להן להשתמש באירו כמטבע הרשמי שלהן).
2. 6 המדינות הנוספות שהצטרפו לאיחוד המוניטארי עד כה הן: יוון (2001), סלובניה (2007), קפריסין (2008), מלטה (2008), סלובקיה (2009), אסטוניה (2011). על פי אמנת מאסטריכט, ישנן עוד 7 מדינות המיועדות להצטרף לאיחוד המוניטארי בעתיד, אם יעמדו בכללים.
3. שבדיה, דנמרק ובריטניה, שייכות לאיחוד האירופי אך פטורות מכניסה לגוש האירו על פי בקשתן.

השוואה בין מדינות האיחוד המוניטארי, מצביעה על שונות גבוהה יחסית במאפייניהן הכלכליים כמו גם על רמת ניידות נמוכה של העובדים (למשל, בשל הבדלי שפה). ראשית, ישנה שונות רבה במשקלן של כל אחת מחברות האיחוד בתוצר הכולל (ראייה תרשים 3). כך בעת הקמת האיחוד, התוצר המקומי הגולמי של 4 המדינות הגדולות באיחוד - גרמניה צרפת, איטליה וספרד - היווה כ-80% מהתוצר הכולל של האיחוד. מכאן, שמשקלן של מרבית המדינות באיחוד ביחס לתוצר הכולל היה זניח. לכך ישנה השלכה על מידת השפעתן של המדינות הקטנות, על תהליכי קבלת ההחלטות באיחוד, ובמיוחד בכל הנוגע לניהול המדיניות המוניטארית.

בבחינת רמתו של התוצר לנפש, המשקף את רמת החיים הממוצעת בכל מדינה, מתקבלת תמונה מעט יותר הומוגנית, אם כי, כפי שניתן לראות בתרשים 3, התוצר לנפש בספרד ובפורטוגל, בעת הקמת האיחוד, היה נמוך משמעותית מהתוצר לנפש בשאר המדינות. בספרד התוצר לנפש היה נמוך ב-40% מהתוצר לנפש הממוצע באיחוד, ובפורטוגל הפער הגיע ל-50%. הפערים הללו ברמת החיים, נובעים מהבדלים במאפיינים של כוח העבודה. כך למשל בפורטוגל רמת ההון האנושי של כוח העבודה ופריון העבודה נמוכים יותר, בהשוואה למדינות האחרות באיחוד. בספרד, רמתו הנמוכה של התוצר לנפש מוסברת על ידי שיעורי אבטלה גבוהים במיוחד. בעת הקמת האיחוד, הגיע שיעור אבטלה בספרד ל-16%. שיעור אבטלה גבוה שרר באותה עת גם באיטליה, צרפת ופינלנד, בהן הוא הגיע לכ-10%. הבדלים אלו, אשר הצריכו צעדי מדיניות שונים, לא עלו בקנה אחד עם מעבר לניהול אחיד של המדיניות המוניטארית, ובוודאי לא מדיניות מוניטארית המדגישה את החשיבות של ריסון האינפלציה. יש לציין כי השונות במאפייניהן של המדינות באיחוד המוניטארי, אף עלתה עם הצטרפותן של יוון, סלובניה, קפריסין, מלטה, סלובקיה ואסטוניה.

נוסף על השונות הגבוהה בין המדינות שהצטרפו לאיחוד המוניטארי, מדינות רבות לא עמדו כלל, במועד הצטרפותן, בקריטריונים הפיסקאליים שהוגדרו כתנאי סף. תרשים 4 שלהלן, מציג את 17 מדינות האיחוד לפני שנת הצטרפותן. ניתן לראות שכל מי שאינה מצויה ברביע הימני התחתון לא עמדה במועד הצטרפותה בתנאי הסף, ובכל זאת התקבלה. בין המדינות שהתקבלו למרות אי עמידה בקריטריונים, ניתן למצוא חלק מהמדינות המצויות כיום בעין הסערה וגם מדינות אחרות החשודות ככאלו שהידבקו בבעיות היא עניין של זמן בלבד. כך למשל יחס החוב לתוצר ושיעור הגירעון הממשלתי מהתוצר של יוון, היו גבוהים בהרבה מתנאי הסף שנקבעו. גם באיטליה ובבלגיה בעיית החוב הייתה שם עוד בשלב הצטרפותן לאיחוד. מדינות נוספות כגון ספרד, פורטוגל ואירלנד, עמדו בתנאי הסף שנקבעו, בעת כניסתן לאיחוד, אולם, בעיות אחרות בכלכלתן הובילו לעלייה משמעותית בחוב שלהן. ומכאן שתנאי הסף שהוגדרו, בכל מקרה, לא היו מספיקים על מנת להבטיח אחידות בתחום הפיסקאלי, בין החברות באיחוד.

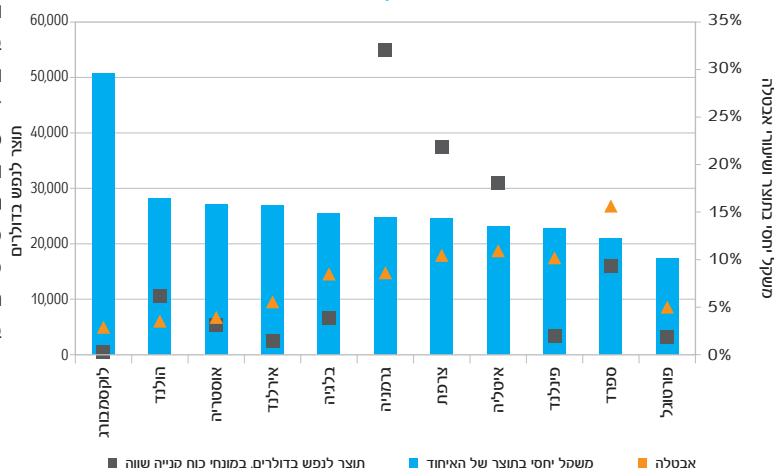
שילוב זה של התחזקות האירו וצמיחה איטית במדינות האיחוד המוניטארי, הוביל למשבר הראשון של האיחוד. הריבית הגבוהה יחסית עליה שמר הבנק המרכזי האירופי, הביאה לפגיעה בתחרותיות של היצוא של המדינות החברות בו. מדינות אשר מלכתחילה אופיינו ברמת הון אנושי נמוכה יחסית של כוח העבודה ובשיעורי אבטלה גבוהים, סבלו במידה רבה יותר מההשלכות של ייסוף האירו.

מהם הקריטריונים להצלחתו של איחוד מוניטארי?

לכלכלנים רבים טוענים כי הכישלון של האיחוד האירופי המוניטארי היה צפוי מראש. כלכלנים אלו נסמכים על המודל התיאורטי הנקרא 'אזורי מטבע אחיד אופטימאליים' (OCA - Optimal Currency Areas), אשר פותח לפני כ-30 שנה. מודל זה מגדיר שני קריטריונים לכדאיות של איחוד מטבע.

- 1. דמיון כלכלי-** באופן עקרוני, במצב של דמיון כלכלי בין מדינות, אין הצדקה לקיים מנגנונים נפרדים לצורך ניהול המדיניות מוניטארית, שכן הצרכים של שתי המדינות דומים וגוף יחיד יוכל להתאים לשתיהן. אך לא כך הדבר עבור מדינות בעלות צרכים שונים. לדוגמה, אירוע של עלייה חדה במחירי הנפט ישפיע באופן שונה על מדינה המייבאת נפט לעומת מדינה המייצאת נפט. במצב כזה, כל אחת המדינות תרצה להפעיל את כלי המדיניות המוניטאריים העומדים לרשותה, באופן שונה.
- 2. ניידות גבוהה של הון ושל עובדים-** במצב תיאורטי, בו ישנה ניידות מושלמת של הון ועובדים בין המדינות, אין משמעות לשימוש במטבעות נפרדים. זאת, מאחר והתחזקות של אחת מהמדינות, אשר תבוא לידי ביטוי בהתחזקות המטבע שלה, תוביל למעבר של הון ועובדים אליה, עד שהמטבע של אותה מדינה יפחת חזרה. כלומר, במצב של שיווי משקל, שער החליפין בין שתי המדינות עומד ביחס של 1:1.

תרשים 3: השונות במאפייניהן של 11 מדינות האיחוד המוניטארי שהצטרפו בעת הקמתו בשנת 1999 תוצר לנפש במונחי כוח קנייה שווה, שיעור אבטלה, ומשקל יחסי בתוצר האיחוד



1. ממשלות שסבלו מבעיות כלכליות, הבינו שלצד המחיר הכלכלי של אובדן העצמאות בניהול מדיניות מוניטארית, האיחוד עם כלכלות חזקות יותר, טומן בחובו רווח, בדמות אמון רב יותר, מצד המשקיעים, ביחס למידת מחויבותן לטפל בבעיותיהן הכלכליות. המשמעות היא ירידה של פרמיית הסיכון בעת גיוס אשראי על ידי הממשלה והתאגידים, בשוקי ההון.

2. תאגידים אירופים גדולים, ראו בהקמה של האיחוד, הזדמנות לצמיחה וסיפקו למצדדים בהקמת האיחוד תמיכה רחבה. התאגידים האירופים הבינו שיצירת אזור מטבע אחיד תגדיל משמעותית את השוק המקומי בו הם פועלים, שוק בו יהיה להם יתרון מובהק על פני מתחרים מחוץ לאיחוד. בנוסף, החזון שעמד בבסיס הקמתו של גוש האירו היה להפוך את האירו למטבע רזרבה, אשר יתחרה בדולר. זאת, מתוך ההנחה כי היותו של הדולר מטבע רזרבה, מקל על תאגידים אמריקאיים להיכנס לשווקים חדשים, ומכאן שהפיכתו של האירו למטבע רזרבה, תשפיע באופן חיובי על התרחבותם של תאגידים אירופאים.

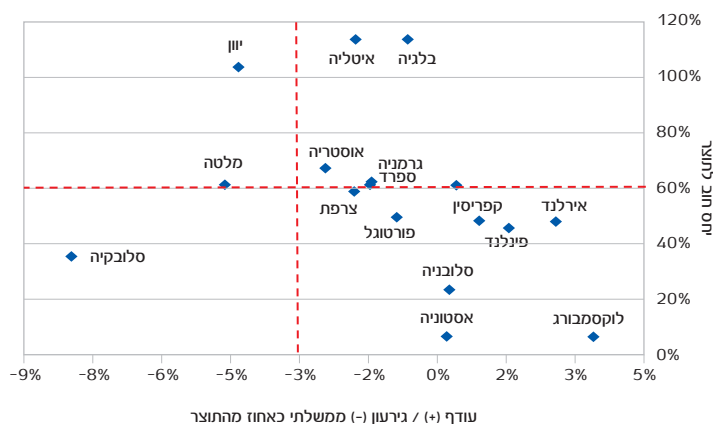
וכך, מרגע שהרעיון של הקמת האיחוד המוניטארי החל קורם עור וגידים, מדינות האיחוד האירופי שלא עמדו בתנאי הכניסה לאיחוד המוניטארי, חששו שהן לא תהיינה חלק מיזמות עתידיות נוספות, וכן שבד בבד אזרחיהן יהפכו לאזרחים סוג ב' באיחוד האירופי. חשש זה הניע אותן למהר ולבצע את ההתאמות הנחוצות בכלכלתן, כדי לעמוד בתנאי הסף של הצטרפות לאיחוד המוניטארי.

איך מתמודדים עם משבר החובות בגוש האירו?

נראה שהאיחוד החלקי, ללא איחוד במישורים אחרים – תקציביים, אידיאולוגיים, מדיניים ואחרים – הפך לזרז להתפרצותו של משבר החובות. החברות באיחוד אפשרו למדינות כגון יוון, פורטוגל ואיטליה להתמיד בחריגה מן הקריטריונים הכלכליים של האיחוד ולגייס בשווקים כסף זול, תחת הכותרת של "חברי איחוד", אשר לא שיקף את פרמיית הסיכון האמיתית שלהן. הדבר תרם ליצירת מינוף יתר של הממשלות, לצד שיעורי צמיחה נמוכים, שאינם מבטיחים יכולת החזר חוב הולמת. כמו כן, התאגידים האירופאים ובמיוחד מערכת הבנקאות, מימשו את ההבטחה שהייתה טמונה בהקמת האיחוד, אך לצד זאת, הגבירו את התלות בין המדינות החברות בו. כתוצאה, התגבר החשש מפני הידבקות של המערכות הפיננסיות השונות באירופה בחוליי המדינות הבעייתיות שבה. ניתן לומר שאם בעת הקמת האיחוד, הכדאיות הכלכלית הייתה מוטלת בספק, כעת משהוקם, אין תמימות דעים בדבר העדיפות של פירוקו של האיחוד, כפתרון למשבר. במיוחד אם פרישת מדינות תביא לראשיתו של "אפקט דומינו" שבמסגרתו תהיה הסתערות על בנקים ומדינות החלשות ומשיכת כל הכספים מהם.

לצד הדיונים בדבר האפשרות של פירוק האירו, הועלו הצעות להרחבת האיחוד המוניטארי כך שישלול גם אלמנטים פיסקאליים. זאת, להבדיל מהמצב הנוכחי, בו המדינות הפיסקאליות מנוהלות באופן עצמאי לחלוטין בכל מדינה, בכפוף לקריטריונים שנקבעו באמנת מאסטריכט,

תרשים 4: יחס החוב הממשלתי כאחוז מהתוצר ושיעור הגירעון בתוצר במועד הצטרפות לאיחוד האירופי המוניטארי



מדוע הוקם האיחוד האירופי?

הניתוח הכלכלי שקדם להקמתו של איחוד אירופי מוניטארי הראה, שהתועלת הצפויה למדינות החברות בו לא בהכרח תעלה על המחיר הכלכלי הכרוך באובדן עצמאותן בניהול מדיניות מוניטארית. מדוע אם כן הוקם האיחוד המוניטארי? בניסיון לענות על שאלה זו נציין כי להקמת האיחוד קדמו שנים ארוכות של צעדים, שמטרתם הייתה לאחד את אירופה ולהגדיל את עצמתה כגוש כלכלי, חברתי ופוליטי. כך, ב-1957 נוצרה הקהילה האירופאית הכלכלית (EEC), וב-1979 הוקם הפרלמנט האירופאי, שמהווה מוסד על לאומי ואשר מייצג את כלל אזרחי אירופה. אחד הגורמים שהובילו להקמתו של אזור מטבע אחיד באירופה, היה ניתוק הדולר מבסיס הזהב ב-1971. מהלך זה, ביטל את מערכת שערי החליפין הקבועים ובמצב החדש נאלצו המדינות להתמודד עם תנודתיות של שער חליפין, וכתוצאה מכך, חוסר יציבות של תנאי הסחר. מדינות אירופה, אשר היו חתומות על הסכמי סחר משותפים, פעלו למניעת תנודתיות גבוהה בין המטבעות שלהן וב-1979 הקימו מערכת מוניטארית אירופאית (European Monetary System - EMS). המדינות שהיו שותפות להקמת המערכת המוניטארית יצרו סל מטבעות, שהיווה עוגן לשערי החליפין של מטבעותיהן, וסביבו התקיימה רצועת ניווד. המערכת הנ"ל כללה קרן משותפת של רזרבות מט"ח למקרה של צורך בסיוע למדינות החברות. בחלוף השנים, עם התגברות הליברליזציה בתנועות ההון והתרחבות הסחר העולמי, המדינות החברות ב-EMS שאפו ליצור איזור מטבע אחיד, אשר יהיה עמיד יותר בפני זעזועים בשער החליפין.

יש להוסיף כי להקמת האיחוד המוניטארי תרמו לא מעט שיקולים פוליטיים. ניתן להצביע על שני שיקולים פוליטיים עיקריים שעמדו לנגד עיניהם של מקימי האיחוד:

מקורות:

1. "The Euro: who wins? Who loses?", Jeffrey Frieden, Foreign Policy no 112, 1998.
2. "European end game - what kind of fiscal integration", UBS global economic research, 17/11/2011.
3. The official website of the European union.
4. www.Historiasiglo20.org - The History of European Union.

היינו, יחס חוב תוצר של עד 60% ויחס גירעון ממשלתי מהתוצר של עד 3%. אחת ההצעות בכיוון זה הועלתה בספטמבר 2010, תחת השם 'הסמסטר האירופי' ("European semester"). לפי הצעה זו, הממשלות החברות באיחוד יצטרכו להציג במשך המחצית הראשונה של כל שנה (מכאן השם סמסטר) את הצעות התקציב שלהן בפני האיחוד ורק אחר כך לאשרן ברמה המקומית. הדבר יאפשר שקיפות ופיקוח גבוהים יותר על הניהול הפיסקאלי של מדינות האיחוד. כמובן שמהלך כזה מחייב שיתוף פעולה פוליטי וחברתי ולעת עתה מהלך העניינים איננו כזה.

נציין כי, בהשוואה למודל האמריקאי, הכולל מנגנון אחיד לניהול המדיניות המוניטארית, הפיסקאלית והפוליטית, מדובר בהרחבת סמכויות מוגבלת יחסית כך שקיים ספק לגבי היעילות של צעד כזה. כמו כן, נותרת השאלה בדבר המדיניות הרצויה לאיחוד, לפתרון המשבר הנוכחי. אמנם משבר החובות משקף ניהול בעייתי של המדיניות הפיסקאלית בחלק מהמדינות, אך לא רק. במובן זה, תוכנית 'הסמסטר האירופי' מטפלת בפיקוח על עמידה ביעדים תקציביים. אולם, קיים חשש שהריסון התקציבי של הממשלות השרויות במשבר, בעת הנוכחית, יעמיק את המיתון הכלכלי ויאיים על היציבות של הכלכלה האירופית. חמור מכך הוא האיום על מידת היציבות החברתית, שכבר באה לידי ביטוי, מזה כשנה וחצי, בהפגנות אלימות של הציבור, במדינות המועמדות לקיצוצים תקציביים נרחבים ובמיוחד ביוון.

לעת עתה, נראה שבאירופה יינקטו הצעדים שיאפשרו התמודדות קצרת טווח עם הבעיות ולא יינקטו צעדים גדולים יותר, שמשמעותם ניסיון לטפל בפגמים הבסיסיים של האיחוד ובאופן בנייתו. הטיפול בטווח הקצר יתבסס, ברובו הגדול, על הגדלה מסיבית של רשתות הביטחון שתיועד לתמיכה ביכולת פירעון החובות של הממשלות האירופאיות, וכן לתמיכה ביציבות הבנקים האירופאים.

בהתייחס לכך נציין כי היקפם של מהלכי ההצלה של הבנק הפדראלי של ארה"ב במשבר הפיננסי של השנים 2008-2009, יכולים להוות סמן להיקף ההגדלה הנדרש על ידי הבנק המרכזי של אירופה, בעת הנוכחית, כאמצעי לייצוב השווקים. בארה"ב, מהלכי ההצלה התבססו על הגדלה ניכרת של רכישות הנכסים על ידי הבנק הפדראלי, תוך הגדלת סך המאזן של הבנק הפדראלי פי 3, במהלך השנים 2008-2010. בכדי להגיע להגדלת מאזן ורכישת נכסים הדומה לזו שביצע הבנק הפדראלי של ארה"ב, ידרש הבנק המרכזי של אירופה לרכוש, במהלך השנה הקרובה, נכסים (איגרות חוב של ממשלות ושל בנקים בעיקר) בהיקף של קרוב לשני טריליון אירו. עד כה הבנק המרכזי האירופאי השתדל להימנע ככל הניתן מרכישה בהיקף גדול של איגרות חוב וניירות ערך אחרים. רכישה של איגרות חוב בגודל משמעותי מספיק, יוכל להפוך את הקרן האירופית ליציבות פיננסית (- EFSF) אירופה. אולם, לנוכח ההיקף הכספי האדיר מחד, וחוסר ההסכמה הפוליטית והאידיאולוגית באירופה מאידך, לא ברור אם מדובר ביעד בר השגה.

4. כינוי נוסף להצעה זו הנו "six pack" בשל ששת הסעיפים שכוללת ההצעה.

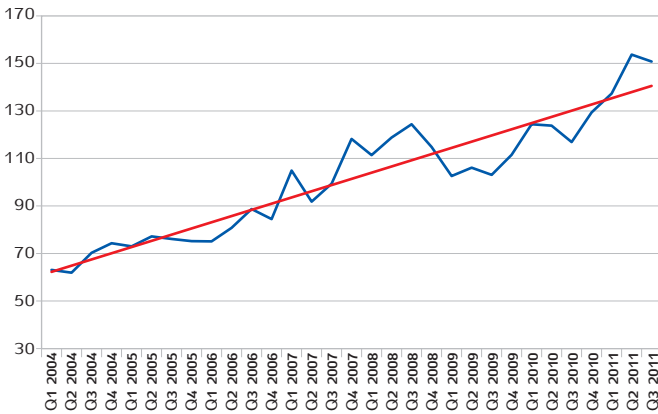
ענף ההלבשה

כתב: מקסים פריאמפולסקי, אגף כלכלה, החטיבה לכספים ולכלכלה

כפי שניתן לראות בתרשים 2, קיים מתאם חיובי בין השינוי בשכר המועסקים בענף (במחירים קבועים) לשינויים בתפוקה לעובד, המחושבת כיחס בין התוצר למספר שעות העבודה, בתקופת הזמן האמורה. כמו בתפוקה לעובד גם בשכר אנו עדים לשינויים מזעריים בתקופה שבין סוף הרבע השלישי של 2009 ועד היום. השכר ברבע השלישי של 2011 עלה ב-1.6% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד וכמו כן עלה ב-1% יחסית לרבע הקודם.

במקביל לירידה בייצור הענפי אנו עדים לירידה ביצוא מוצרי ההלבשה, הטקסטיל והעור. הסיבה לירידה ביצוא נובעת מיבוא מתחרה בחו"ל, מכסים בחו"ל ומתחרות מקומית וכמו כן מהתחזקות השקל יחסית לדולר וליורו. ברביע השלישי של 2011 נרשמה ירידה של 9.6% ביצוא בהשוואה יחסית לרבע המקביל אשתקד וירידה של 3.6% בהשוואה לרבע הקודם. מגמה זו של ירידה ביצוא צפויה להימשך בטווח הקצר על רקע ירידה בביקושים כפועל יוצא של האטה בפעילות הכלכלית בעולם. מאז שנת 2004 קיימת מגמה של עליה בהיקף היבוא של הענף בגלל המעבר מייצור מקומי לייצור בסין ובמזרח הרחוק. בנוסף, גם כניסה מסיבית של רשתות זרות תורמת לעלייה בהיקף היבוא.

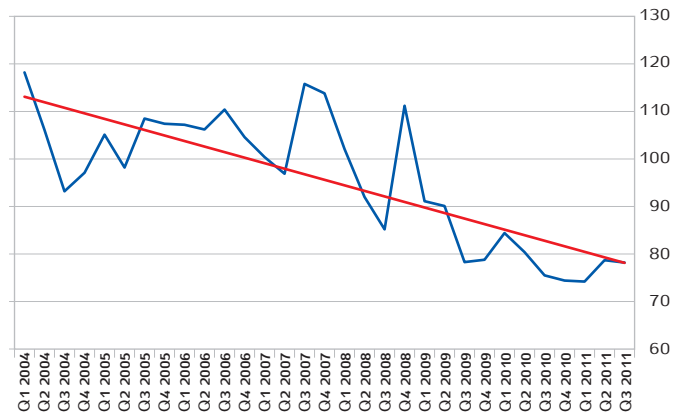
תרשים 3: התפתחויות יבוא הלבשה והנעלה, נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיות, במיליוני דולרים



הביקוש למוצרי הלבשה הנעלה וחפצים אישיים כחלק מהצריכה הפרטית מצוי במגמת עליה החל משנת 2004. ברבע השני של 2011, נרשמה עליה של כ-11% בצריכה הפרטית של מוצרי הלבשה הנעלה וחפצים אישיים, בהשוואה לרבע המקביל אשתקד. כפי שניתן לראות בתרשים 4, הצריכה הפרטית בענף ההלבשה מאופיינת בתנודתיות רבה, ורגישות רבה יותר לשינויים בתנאי הרקע, יחסית לשאר מוצרי הצריכה השוטפים.

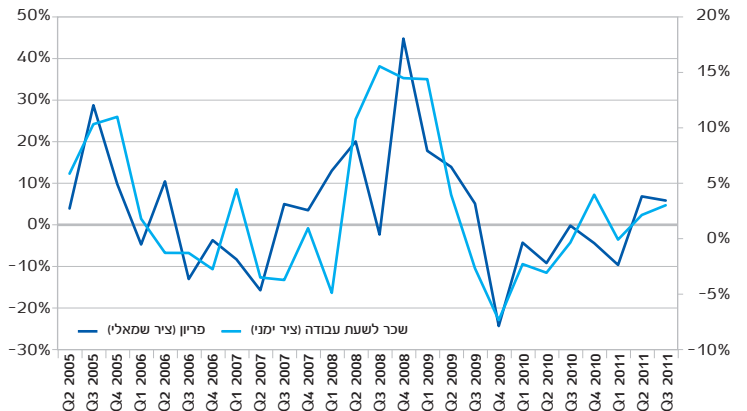
בעשור האחרון שררה מגמה של צמצום הייצור התעשייתי על רקע התחרות של החברות המקומיות אל מול היבוא הזול מהעולם ובפרט מסין. עם זאת, החל משנת 2004 ועד שנת 2007 נרשם שיפור במדד הייצור התעשייתי כאשר הרבע השלישי של 2007 היה גבוה בכ-23.9% יחסית לרבע המקביל בשנת 2004. החל מהרבע השלישי של שנת 2007 אנו עדים למגמת ירידה הנמשכת עד היום כאשר מדד הייצור התעשייתי ברבע השלישי של 2011, נמוך בכ-33% בהשוואה לרבע המקביל של 2007.

תרשים 1: מדד הייצור התעשייתי בענף ההלבשה (מחירים קבועים, נתונים רבעוניים מנוכחי עונתיות, מדד 2004=100)



מספר המועסקים בענף נמצא במגמת ירידה משנת 2004 כאשר הירידה המשמעותית במספר המועסקים הייתה בין השנים 2008 - 2009, שנות המשבר הפיננסי העולמי (ירידה של כ-20%). במהלך השנה האחרונה, מספר המועסקים בענף נשאר ללא שינוי משמעותי.

תרשים 2: שכר לשעה (מחירים קבועים) ופריון העבודה (תוצר לשעת עבודה) שיעור שינוי, רבע מול רבע מקביל



*השכר מוצג בפיגור של רבעון מכיוון שהשכר מגיב בפיגור לשינויים בתפוקה לעובד.

התחזקות הענף. ברבע זה עמד יחס ההון העצמי על 50.4%, עליה מתונה של 0.5 נקודות האחוז ביחס לרבע המקביל אשתקד.

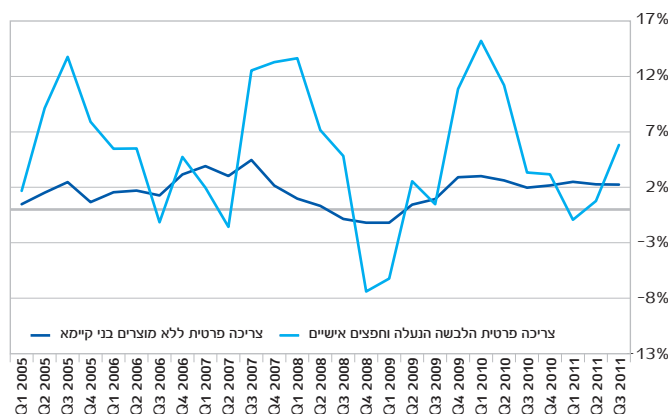
- **נטל מימוני:** בחינת הנטל המימוני בענף, המוגדר כחלקן של הוצאות המימון מסך המכירות בענף מראה על עליה ברבעים האחרונים. עובדה זו, עלולה להקשות על פעילות הענף עקב פגיעה ברווחיות. ברבע השני של 2011 הנטל המימוני עמד על 2.5%, עלייה של 2.1 נקודות אחוז יחסית לרבע המקביל אשתקד.

סיכום:

ענף ההלבשה עובר שינוי משמעותי במבנהו. בניגוד לעבר, אז הענף היה מבוסס רובו על ייצור מקומי, כיום, רוב הענף מבוסס על יבוא ושיווק המוצרים לצרכן. בנתוני המאקרו ניתן לראות ירידה במדד הייצור התעשייתי לצד התחזקות הצריכה הפרטית בשוק המקומי של הענף והתחזקות היבוא. כמו כן, הענף סובל מתנודתיות גבוהה בצריכה הפרטית. מסקר התעשיינים עולה כי חלה ירידה במס' העובדים בענף, מגמה שצפויה להמשיך גם ברביע האחרון של 2011.

היחסים הפיננסיים הנגזרים מנתוני הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות, מלמדים על עליה ברווחיות, בנזילות ובאיתנות הפיננסית. עם זאת, חלה הכבדה מסוימת בנטל המימוני. במבט קדימה, נראה שלמרות שהענף מצוי כרגע בצמיחה הרי שמגמה זו עלולה להתמתן בעתיד הקרוב, בעיקר בגלל חוסר היציבות הכלכלית באירופה ובארה"ב והשפעות האטה בצמיחה על הצריכה הפרטית בישראל.

תרשים 4: התפתחות הצריכה הפרטית של הלבשה, הנעלה וחפצים אישיים אל מול התפתחות הצריכה הפרטית ללא מוצרים בני קיימא (במחירים קבועים, מנוכה עונתיות, שיעור שינוי רבע מול רבע מקביל)



לסיכום, ענף ההלבשה עדין נמצא בתהליך של שינוי מבני. מחד, קיימת ירידה בייצור התעשייתי ועליה באבטלה, ומאידך, הביקושים בענף ממשיכים לגדול לצד התרחבות של חברות מקומיות לשווקים חדשים בחו"ל. בעשור האחרון, אנו עדים להגדלה בכמויות היבוא של סחורות וכניסה של מתחרים חדשים, דבר שגרם לירידה של 30% במחירים בענף. היצוא הענפי נמצא במגמת ירידה שאמורה להמשיך, לאור הערכה כי בשנה הקרובה צפויה האטה בפעילות הכלכלית בעולם. סקר התאחדות התעשיינים שהתפרסם לאחרונה תומך אף הוא בצפיפות אלו.

עיקרי הממצאים מניתוח היחסים הפיננסיים של החברות הציבוריות בענף

- **רווחיות:** נרשמה עליה בכלל יחסי הרווחיות ברבע השני של 2011. שולי הרווח הגולמי עלו ב-4.1 נקודות האחוז ביחס לרבע המקביל אשתקד ועמדו על 41.5%. התשואה על ההון העצמי עמדה ברביע זה על 11.4%.
- **נזילות:** יחסי הנזילות ברבע השני של 2011 נשארו כמעט ללא שינוי יחסית לרבע המקביל אשתקד. ברבע זה הייתה עליה מזערית ביחס השוטף, המוגדר כיחס בין סה"כ הנכסים השוטפים לבין סה"כ ההתחייבויות השוטפות, והוא עומד על 2.61. ביחס המהיר, המוגדר כיחס בין סה"כ הנכסים השוטפים בניכוי מלאי לבין סה"כ ההתחייבויות השוטפות, הייתה עליה מזערית יחסית לרבע הקודם ויחסית לרבע אשתקד והוא עומד על 1.86.
- **איתנות פיננסית:** יחסי האיתנות הפיננסית ברבע השני של 2011 לא השתנו באופן ניכר יחסית לרבע המקביל אשתקד. יחס ההון למאזן נמצא במגמת עליה במהלך השנים האחרונות מה שמצביע על

לוח אינדיקטורים

אינדיקטורים כלכליים של המשק הישראלי

שלושת החודשים האחרונים						
2008	2009	2010	לעומת התקופה המקבילה לפני שנה*	לעומת התקופה הקודמת*	הנתון האחרון	הנתון האחרון מעודכן לחודש:
הפעילות במשק (אחוז שינוי ריאלי)						
7.1	-6.0	8.0	2.2	0.7	1.1	ספטמבר
0.4	-2.9	8.7	2.2	-1.2	1.4	ספטמבר
2.1	0.8	6.0	4.4	0.7	0.1	אוקטובר
ענפי המשק (אחוז שינוי ריאלי)						
15.8	-0.7	8.9	-0.1	2.2	2.4	ספטמבר
19.5	23.2	5.6	-37.7	-12.9	-1.0	אוקטובר
4.7	-15.5	19.4	2.4	0.6	4.3	ספטמבר
22.6	-27.4	32.0	2.9	-5.1	6.4	ספטמבר
סחר חוץ (אחוז שינוי דולרי)						
16.7	-19.8	26.1	11.2	-3.5	0.2	אוקטובר
17.8	-20.0	26.5	11.3	-3.6	0.0	אוקטובר
-7.9	-12.8	16.4	0.8	-6.2	0.9	אוקטובר
20.9	-32.0	34.0	24.3	-2.1	-4.6	אוקטובר
13.4	-31.4	37.3	20.5	-2.7	-1.4	אוקטובר
16.5	-33.5	26.4	41.7	3.0	-5.4	אוקטובר
19.8	-15.8	26.5	12.8	-4.1	-5.0	אוקטובר
שוק העבודה (אחוז שינוי ריאלי)						
2.7	0.2	3.9	3.0	0.3	3,021	אוגוסט
-0.6	-2.5	1.0	-0.4	0.0	7,216	אוגוסט
שלושת החודשים האחרונים** לעומת התקופה המקבילה לפני שנה**						
2008	2009	2010	התקופה המקבילה לפני שנה**	שלושת החודשים האחרונים**		
תקציב המדינה (ש"ח כאחוז מהתוצר)						
31.5	28.2	29.2	30.1	28.7	21,418	אוקטובר
32.8	32.7	32.3	32.2	32.4	24,994	אוקטובר
-1.3	-4.5	-3.1	-2.1	-3.7	-3,575	אוקטובר
-2.1	-5.2	-3.8	-2.8	-4.3	-4,040	אוקטובר
2.7	5.0	1.5	3.4	2.8	1,223	אוקטובר
-0.9	0.7	-0.1	-0.7	-0.7	-810	אוקטובר
שלושת החודשים האחרונים** שנים עשר						
2008	2009	2010	שנים עשר החודשים האחרונים	שלושת החודשים האחרונים**		
מחירים, שערי חליפין ומדדי תשואה כוללת של ניירות ערך (אחוז שינוי - סוף תקופה לעומת סוף תקופה קודמת)						
3.8	4.2	2.7	2.7	0.4	0.1	אוקטובר
-4.4	3.4	3.7	7.9	1.7	-0.8	אוקטובר
3.3	0.0	3.9	4.6	0.7	0.1	אוקטובר
-1.4	-0.5	-6.1	0.9	7.0	3.7	נובמבר
-1.8	2.6	-12.9	-13.0	2.8	5.0	נובמבר
-42.3	0.1	-4.4	2.7	0.5	90.0	נובמבר
-52.4	92.3	14.9	-14.4	-2.9	984.3	נובמבר
-47.7	78.6	15.8	-13.2	-4.4	1082.4	נובמבר
-63.2	109.9	5.3	14.8	6.8	264.7	נובמבר
ריביות (ממוצע של החודש האחרון בכל תקופה באחוזים)						
2.50	1.00	2.00	2.00	2.75		דצמבר
2.0	1.9	2.4	2.23	3.20		נובמבר
5.3	5.1	4.7	4.47	4.84		נובמבר
3.4	2.5	1.9	1.74	2.34		נובמבר
0.25	0.12	0.18	0.19	0.08		נובמבר

* בניכוי השפעות עונתיות ** כאחוז מהתוצר במהלך התקופה (אומדן) *** החל מחודש אפריל החליפה הבורסה ב"א את מדד התל סק 15 במדד ת"א טכנולוגיה

