



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

**הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 בינואר 2012.**

**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 חוק בנק ישראל התש"ע (2010) (סעיף 18 ג') החלטת הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשתתפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושב ראש הוועדה (נגיד בנק ישראל) קול נוסף.

**א. מצב המשק**

**1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי**

**הערכה כללית**

האינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על המשך ההאטה בקצב ההתרחבות של הפעילות והביקושים. בחלק מהנתונים כגון הייצוא והייבוא של סחורות ושירותים חלה בשני הרביעים האחרונים, ככל הנראה, אף ירידה לעומת הרמה של המחצית הראשונה.

### אינדיקטורים חודשיים למצב המשק

לפי סקר החברות של בנק ישראל לרביע הרביעי קצב גידולה של הפעילות העסקית הוסיף להתמתן, בדומה להתפתחות ברביע הקודם. כמו כן מצביע סקר המגמות החודשי של הלמ"ס על האטה של צמיחת הפעילות העסקית גם בחודש דצמבר, בהמשך למגמת ההאטה שהחלה ממאי 2011. מדד מנהלי הרכש של בנק הפועלים ירד בדצמבר לרמה של 42.7 נקודות, המשך לירידתו בנובמבר. המדד המשולב למצב המשק עלה בדצמבר ב-0.2%.

### שוק העבודה

בשוק העבודה שוררות רמת תעסוקה גבוהה ואבטלה נמוכה. שיעור המשרות הפנויות, המבטא את הביקוש לעובדים, התייצב ברמה של כ-3%. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בחודשים אוגוסט עד אוקטובר לעומת שלושת החודשים הקודמים ב-4.3% וב-1.2%, בהתאמה. תקבולי מס הבראות, המשמשים אינדיקציה לסך תשלומי השכר, היו בחודש דצמבר גבוהים נומינלית בכ-2% מאשר בדצמבר אשתקד (בניכוי השפעתם של שינויי חקיקה), המהווה התמתנות ניכרת לעומת קצב גידולם בשנתיים האחרונות.

### סחר החוץ

יצוא הסחורות עלה בדצמבר ביחס לנובמבר, תוך התאוששות מסוימת ביצוא של ענפי הטכנולוגיה העילית, ויבוא הסחורות ירד ב-1.2%.

### נתוני התקציב

מחודש אפריל מסתמנת מגמה של ירידה בגביית המסים העקיפים, ובחודש יולי החלה מגמה דומה גם במסים הישירים. הגירעון הכולל של הממשלה (ללא מתן אשראי) הסתכם בשנת 2011 ב-3.3 אחוזי תוצר, לעומת תכנון של 2.9 אחוזי תוצר, והוא גבוה מתקרת הגירעון (3 אחוזי תוצר). בהתחשב בהתחייבויותיה האחרונות של הממשלה, ובמיוחד לנוכח קצב הצמיחה הצפוי ב-2012, 2.8%, נמוך מזה שעל פיו תוכנן התקציב (4%), הגירעון בשנת 2012 צפוי, על פי משרד האוצר לעמוד על 3.4% מהתוצר, בהשוואה לתקרת הגירעון של 2% שנקבעה בסוף 2010.

## 2 . ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן נותר בדצמבר ללא שינוי, בניגוד לממוצע התחזיות המוקדמות, שעמד על עלייה של 0.1%. על פי הנתונים החודשיים בניכוי עונתיות הואט קצב עלייתם של המחירים במחצית השנייה של השנה, ובמונחים שנתיים היה נמוך מהגבול התחתון של טווח יעד האינפלציה. בשנת 2011 כולה נרשמה אינפלציה של 2.2%, במרכז תחום יעד יציבות המחירים. מקורותיה העיקריים של עליית המחירים ב-2011 הם רכיבי האנרגיה, שכר הדירה והמזון, שעלו בקצב מהיר במחצית הראשונה של 2011, ושיעורי עלייתם בשנת 2011 כולה היו 9.5%, 5.2% ו-2.3%, בהתאמה.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה, על פי שוק ההון (break even inflation) היו בחודש ינואר, בממוצע, 2.2%, עלייה ביחס לחודש הקודם; הציפיות לטווחים הבינוניים forward עמדו על 2.4%, ירידה קלה ביחס לחודש הקודם, ולטווחים הארוכים – על 2.5%, בדומה לשיעורן בחודש הקודם. ממוצע תחזיות האינפלציה של החזאים ל-12 המדדים הקרובים הוא 2.3%, בדומה לרמתן בחודש הקודם. שיעורה הצפוי של ריבית בנק ישראל בעוד שנה לפי שוק התלבור נותר החודש יציב ברמה של 2.4%, ואילו לפי תחזיות החזאים, בממוצע, יהיה שיעור הריבית בעוד שנה 2.5%, לעומת שיעור של 2.3% שהם חזו בחודש שעבר. בקרב החזאים אין תמימות דעים לגבי עיתוי הורדת הריבית.

### שוק המק"ם ושוק איגרות החוב

בשוק האג"ח הממשלתיות נרשמה ירידת תשואות לאורך העקום כולו. תשואות האג"ח הממשלתיות השקליות ירדו בכ-5 נ"ב במרבית הטווחים, ואלה הצמודות ירדו ב-5-10 נ"ב. תשואות המק"ם ירדו במהלך תקופה זו ב-5-10 נ"ב לכל אורך העקום, והתשואה לשנה ירדה מ-2.51% ל-2.47%; זאת על רקע המגמה העולמית וציפייה 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 בשיעור מתון, לכ-250 נ"ב, לעומת 258 נ"ב בחודש הקודם. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מירווח ה-CDS ל-5 שנים, נותרה כמעט ללא שינוי, 199 נ"ב.

### המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-2.4%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-10.6%.

### שוק האשראי

בחודש נובמבר עלתה יתרת החוב של המגזר העסקי ב-1.8%, לרמה של 777 מיליארדי ש"ח, ויתרת האשראי למשקי הבית עלתה ב-0.5%, ל-362 מיליארדי ש"ח. מתוך האשראי למשקי הבית עלתה יתרת האשראי לדיור בחודש נובמבר ב-0.5%, לרמה של 257 מיליארדי ש"ח. סך האשראי לדיור שניתן ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר היה נמוך ב-3% מאשר ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר – המשך של ירידה רצופה מאז השיא שנרשם בחודש מאי. שיעור המשכנתאות הלא-צמודות שניתנו בריבית משתנה עמד בדצמבר על 26.9%. שיעורי הריבית על המשכנתאות הצמודות למדד והלא צמודות ירדו.

### שוק הדיור

מחירי הדיור (שכר הדירה), הנכללים במדד, ירדו בחודש דצמבר ב-0.1%. ב-12 החודשים שהסתיימו בדצמבר הם עלו ב-5.1%, לעומת 5.5% באלה שהסתיימו בנובמבר. מחירי הדירות, הנמדדים על פי סקר מחירי הדירות של הלמ"ס, ואינם נכללים במדד המחירים לצרכן, ירדו בחודשים אוקטובר ונובמבר ב-0.3%, ירידה שלישית ברציפות. ככל הנראה אנו עדים לשינוי מגמה בשוק הדיור. החודש נמשכה גם התמתנות הקצב השנתי של עליית מחירי הדירות: ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר הוא עמד על 6.9%, לעומת 8.5% ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר, וזאת לאחר עליות של כ-20% בשנת 2010.

נמשכת הרמה הגבוהה של הפעילות בענף הבנייה. ההתחלות והסיומים של בניית דירות ב-12 החודשים האחרונים עמדו בחודש אוקטובר על 42,682 ו-34,313, בהתאמה, לעומת 43,766 ו-33,652 בחודש הקודם. אולם על פי נתונים חלקיים של סקר החברות שעורך בנק ישראל החברות בענף מדווחות על עלייה חדה של מגבלת הביקוש העומדת בפניהן. ההתמתנות במחירי הדירות באה על רקע המשך הגידול של מספר התחלות הבנייה, ההשפעה בפיגור של העלאת הריבית, צעדי בנק ישראל בתחום המשכנתאות וצעדי משרד האוצר במיסוי על נדל"ן. השפעתם של צעדים אלה, כמו גם של מאמצי שיווק הקרקעות של משרד הבינוי והשיכון ומנהל מקרקעי ישראל, צפויה להוסיף ולבוא לידי ביטוי בהמשך.

### הערכת חטיבת המחקר

על פי התחזית המקרו-כלכלית שפרסמה חטיבת המחקר בדצמבר תעמוד האינפלציה במהלך שנת 2012 על 2.1%, שיעור הריבית הממוצע לרביע האחרון של 2012 יהיה 2.2%, והתוצר צפוי לצמוח ב-2012 בשיעור של 2.8%. הערכת החטיבה בעת הכנת התחזית הייתה שסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן יעלה בשנת 2012 ב-4%.

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

#### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-25/12/11, ועד 20/1/12 נותר השקל כמעט ללא שינוי מול הדולר, לעומת התחזקות של מרבית המטבעות העיקריים מול הדולר. מול האירו התחזק השקל ב-1%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נותר השקל כמעט ללא שינוי.

#### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי האחרון, שהתקיים ב-25/12/11, ועד 20/1/12 עלה מדד ת"א 25 ב-3.2%, בדומה לעלייתם של מדדי המניות במשקים מפותחים ומתעוררים. מדדי התל-בוניד 20 ו-40 עלו ב-1.5% וב-2.5%, בהתאמה. החודש לא היו פדיונות בקרנות הנאמנות המתמחות באג"ח קונצרניות.

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

נתוני המקרו בגוש האירו המשיכו גם החודש להצביע על התחלה של מיתון, והבולט שבהם הוא נתון הצמיחה בגרמניה לרביע הרביעי של 2011 – צמיחה שלילית של 0.25%. תחזיות בתי ההשקעות לגבי הצמיחה בגוש האירו צופות, בממוצע, צמיחה שלילית של 0.7% בשנת 2012, וגברו החששות מההשלכות השליליות של הריסון הפיסקלי על הצמיחה. כנגד זאת התפרסמו בארה"ב גם בחודש האחרון נתוני מקרו חיוביים יחסית, בפרט נתוני הצריכה והתעסוקה. מכאן שנמשכת במשק האמריקני מגמת ההתאוששות והצמיחה. במשקים המתעוררים היו מרבית הנתונים שהתפרסמו החודש טובים מאלה של קודמו, אך הם עדיין מבטאים האטה בצמיחה. על רקע מכרז הנזילות שביצע ה-ECB בדצמבר, ולמרות מהלך הורדות דירוג האשראי ל-9 מדינות באירופה, שררה בשווקים אווירה חיובית. זו ניכרה בהנפקות חוב מוצלחות של מדינות באירופה – ביניהן איטליה, ספרד, צרפת – בהצטמצמות מירווחי האשראי של מדינות בפריפריה ובעליות בשוקי המניות. עם זאת נשקף סיכון ממצבה של יוון, על רקע קשיים בניסיון לגבש הסכם להסדר החוב שלה. נתוני הסחר העולמי בפועל מצביעים על המשך התכווצות היקפי הסחר בחודש אוקטובר, והתחזיות להתפתחות הסחר הופחתו. במחירי הסחורות נרשמו גם החודש עליות מחירים מינוריות, בין היתר על רקע ההתפתחויות סביב החרם על איראן. תחזיות לאינפלציה בארה"ב ובאירופה לשנת 2012 עלו במקצת, אך הן עדיין קרובות מאוד ל-2%.

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

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) ההאטה בצמיחה בישראל; (2) ההתפתחויות במשק העולמי והשפעתן על המשק הישראלי; (3) שוק הדיוור; ו-(4) שער החליפין.

בנוגע **לפעילות הריאלית בישראל**, המשתתפים בדיון הסכימו כי הנתונים שהתווספו החודש ממשכיכים להצביע על האטה בצמיחה הנובעת הן מהאטה בביקושים המקומיים והן מהאטה ביצוא. בצד היצוא, הוזכרו הירידה ברמת הייצור התעשייתי, העדכון כלפי מטה של מדד הטק פולס בארה"ב וכן הירידה בסחר העולמי בחודשים האחרונים – אינדיקטורים המצביעים על ירידה בפעילות בענפי היצוא ובביקושים לייצוא. בצד הביקושים המקומיים, הוזכרו הירידה בפדיון בענפי המסחר והשירותים המהווה אינדיקטור לצריכה הפרטית, ירידה מסוימת במחירי הדירות וכן רמת האינפלציה היותר נמוכה - אלה תומכים בהערכה כי חלה האטה בקצב הגידול של הביקושים המקומיים.

בהערכת **המצב הכלכלי בעולם** הצביעו חברי הוועדה על התפתחויות שליליות וחיוביות שהצטברו בחודש האחרון. בצד השלילי, חברי הוועדה הביעו דאגה מנתוני הסחר העולמי בפועל המצביעים על המשך התכווצות היקפי הסחר בחודשים האחרונים, ומעדכון כלפי מטה לתחזית קצב התרחבות הסחר העולמי אשר צפויים להמשיך ולפגוע בייצוא. כמו כן, הוזכר כי רמת אי הוודאות סביב ההתפתחויות במשבר באירופה ממשיכה להיות גבוהה. בצד החיובי, צוינו העלויות האחרונות בשוקי המניות בישראל ובעולם אשר יתכן והן מבשרות על שיפור במצב הכלכלה העולמית, וכן נתוני הצריכה והתעסוקה המעודדים בארה"ב.

לגבי **שוק הדיור**, הוערך על ידי חברי הוועדה כי מסתמן מפנה בשוק זה. בהקשר זה, חברי הוועדה ציינו את הירידה המסוימת במחירי הדירות, הירידה בהיקף המשכנתאות החדשות הניתנות, וכן את הרמה הגבוהה יחסית של מספר התחלות הבנייה. לנוכח התפתחויות אלה, והמגבלה על שיעור האשראי במשכנתאות בריבית משתנה, צפויה השפעת הפחתת הריבית על מחירי הדירות להיות מתונה. בנוסף, הוערך כי מקור קשיי גיוס האשראי בענף הנדל"ן הינו כתוצאה מעליית הסיכון בענף, אשר בא לידי ביטוי, בין היתר, בסקר החברות שעורך בנק ישראל בו החברות בענף מדווחות על עלייה חדה של מגבלת הביקוש העומדת בפניהן, לצד עלייה מתונה יותר גם במגבלת המימון.

בנוגע **לשוק המט"ח**, צוין כי בתקופה האחרונה ישנה יציבות בשער החליפין הנומינאלי אפקטיבי, והוערך כי סביבה זאת צפויה להימשך. בין היתר, הוזכרו הירידה בעודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים והגדלת חשיפת המשקיעים המוסדיים לנכסים בחו"ל. יחד עם זאת, צוין כי עדיין יכולים להיות אירועים משמעותיים בשוק זה עקב אי הוודאות ביחס להתפתחות המשבר באירופה והמצב הגיאופוליטי.

הטיעון המרכזי בעד הורדת הריבית הוא המשך ההאטה בצמיחת המשק הישראלי אשר באה לידי ביטוי הן מצד הביקושים המקומיים והן מצד היצוא, והערכה כי האטה זאת צפויה להימשך. על כן, בשל הפיגור שבו משפיעה המדיניות המוניטרית, ראוי להוריד את הריבית כבר עכשיו. התומכים בדעה זו ציינו בנוסף את העדכון כלפי מטה של תחזית הצמיחה העולמית וכן, את ההאטה בהתרחבות הביקושים המקומיים, כפי שהיא באה לידי ביטוי, בן השאר, בירידה בפדיון ענפי המסחר והשירותים

וירידת מחירי הדירות. כמו כן, צוין כי סביבת האינפלציה הקרובה למרכז היעד מאפשרת הורדת ריבית, וכי מגבלות בנק ישראל בתחום המשכנתאות החלישו את התמסורת בין ריבית בנק ישראל למחירי הדירות.

מנגד, אחד מחברי הוועדה ציין כי להערכתו אין הרעה ממשית במצב המשק וכי ניתן להמתין עם הורדת הריבית עד להתבהרות ממדי המשבר באירופה.

לאחר הדיון הצביעו ששת חברי הוועדה המוניטרית על גובה ריבית בנק ישראל לקראת חודש פברואר 2012. חמישה מחברי הוועדה הצביעו להוריד את הריבית ב-0.25 אחוזים וחבר וועדה אחד הצביע להותיר את הריבית ללא שינוי.

בהודעה על החלטת הריבית, הדגיש בנק ישראל את התנאים להלן שהכריעו בעד הורדת הריבית ב-0.25% לרמה של 2.5 אחוז בחודש פברואר 2012:

- האינדיקטורים שנוספו החודש מצביעים על כך שההאטה בפעילות ובביקושים שהחלה במחצית השניה של השנה שעברה נמשכת. ההאטה בצמיחת המשק הישראלי ניכרת בייצוא ובביקושים המקומיים על רקע החולשה בכלכלה העולמית וחוסר הודאות הרב הקיים בסביבה העולמית בעיקר מכיוון אירופה. גם סקרי הצפיות השונים, הן של הצרכנים והן של החברות, צופים המשך האטה בקצב הצמיחה.
- האינפלציה בפועל בהסתכלות על 12 חודשים אחרונים ממשיכה להתבסס בתוך תחום יעד האינפלציה. בחינת האינפלציה מצביעה על האטה משמעותית שחלה באינפלציה במחצית השניה של שנת 2011. להערכת בנק ישראל האינפלציה בהסתכלות על 12 חודשים אחרונים צפויה להישאר בתחום יעד האינפלציה בשנה הקרובה. תחזיות האינפלציה ל-12 החודשים הבאים של החזאים ואלו הנמדדות משוק ההון נמצאות קרוב למרכז היעד.
- נתונים על הפעילות הכלכלית באירופה תואמים את ההערכות לפיהן צפוי הגוש להיכנס למיתון במהלך שנת 2012. נתוני הסחר העולמי בפועל מצביעים על המשך ההתכווצות בהיקפי הסחר לחודש אוקטובר; התחזיות לצמיחת הסחר העולמי לשנת 2012 עודכנו כלפי מטה. סיכון החוב של מדינות אירופה כפי שמשקף בתשואות הגבוהות על האג"ח ובמרווחי ה-CDS התבטא החודש בהורדת דרוג האשראי למדינות בולטות בגוש האירו. לאחרונה ניכרה אופטימיות מסוימת בשווקים הפיננסיים העולמיים, בעיקר על רקע הצעדים שנקטו על ידי ה-ECB, אך עדיין רמת האי ודאות ביחס למשבר החוב נותרה גבוהה ומשליכה גם על אי הוודאות לגבי ההתפתחויות במשק הישראלי.
- רמות הריבית במשקים המובילים נמוכות והשווקים לא מתמחרים העלאת ריבית בשנה זאת 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; הבנק המרכזי של אנגליה וה-ECB המשיכו את פעולותיהם להגברת הנוזילות.

- מחירי הדירות, המשיכו לרדת באופן מתון. בבנק ישראל מציינים כי המגבלה שהציב בנק ישראל על חלקן של ההלוואות לדיור בריבית משתנה מקטינה את ההשפעה שיש להפחתת ריבית בנק ישראל על שיעור הריבית הממוצע למשכנתאות

ההחלטה להוריד את הריבית לחודש פברואר לרמה של 2.5%, עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים ונועדה לתמוך בפעילות הריאלית על רקע ההאטה בביקושים העולמיים.

בנק 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.

.....

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 בפברואר 2012 .

**השתתפו חברי הועדה המוניטרית:**

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

פרופ', ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניטרית

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

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניטרית

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

פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית

**משתתפים נוספים:**

מר אנדרו אביר - מנהל חטיבת השווקים

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

מר אדי אזולאי – ראש המטה לנגיד

ד"ר יוסי סעדון – יועץ לנגיד ודובר הבנק

מר דניאל נתן – כלכלן בחטיבת המחקר

גב' אסתי שוורץ – מזכירת הועדה המוניטרית



## נספח: פירוט ההתפתחויות העיקריות בכלכלה העולמית

### אירופה

הוכחה נוספת למשבר החוב העמוק בו שרויה אירופה ולאיומים על המשך ההתאוששות העולמית ועל היציבות הפיננסית באירופה, הגיעה החודש מכיוונה של חברת הדירוג S&P, שהורידה דירוגים למספר רב של מדינות, ביניהן לצרפת. בהודעה נמסר על הורדת דירוג האשראי לתשע מדינות בגוש האירו, ובראשן על הורדת דירוג האשראי המושלם של צרפת ושל אוסטריה ברמה אחת ל AA+. דירוג האשראי של איטליה וספרד ירד ב-2 דרגות ל BBB+ ול A, בהתאמה, ופורטוגל מדורגת כעת מתחת לדירוג השקעה. בהודעת S&P הודגש גם כי צעדי הריסון בלבד ללא צעדים תומכי צמיחה מקבילים עלולים להחמיר את משבר החוב האירופאי ולהוביל להורדות דירוג נוספות. בתוך כך, הורידה S&P את תחזית הצמיחה לגוש האירו מהתחזית שפרסמה בדצמבר מ-0.4% ל-0.2% ב-2012 (עדיין תחזית אופטימית ביחס לתחזיות של בתי השקעות), והעריכה כי הסיכוי למיתון עומד על 40%. השווקים ציפו למהלך שכזה, כפי שגם עולה מהתגובה המתונה יחסית בשווקים להודעה, לאחר שחברת S&P הזהירה מפניו כבר בפגישתם של מנהיגי אירופה בתחילת דצמבר.

ברקע להודעתה של S&P, נתוני הצמיחה שהתפרסמו החודש מצביעים על כך שגוש האירו נכנס למיתון. התוצר בגרמניה – המדינה החזקה בגוש האירו – התכווץ ב-0.25% ב-Q4. בנוסף, תחזיות הצמיחה ל-2012 מראות כי התוצר בגוש האירו יצטמצם בשיעור של 0.7% (בדומה לחודש שעבר). תמונת המאקרו בגוש האירו המצטיירת מהנתונים שהתפרסמו החודש ממשיכה להיות שלילית. מדד המחירים לצרכן, המכירות הקמעונאיות והתפוקה התעשייתית ממשיכים להיות חלשים מהצפוי, וגם רמת האבטלה הגבוהה (10.3%) נשארה ללא שינוי. מדד מנהלי הרכש בסקטור הייצור אמנם יצאו טובים מהצפוי, אך עדיין נמוכים מהרמה המצביעה על התרחבות. יש לציין כי מספר נתוני מאקרו יצאו טובים מהצפוי באירופה: האבטלה בגרמניה ירדה מעט לרמה של 6.8% בדצמבר מ-6.9% בנובמבר, ומדד אמון הצרכנים בגוש האירו עלה מעט.

הסיכון ליציבות גוש האירו עשוי להתעצם בקרוב על רקע אי הצלחת יוון להגיע להסכם עם נושים בכלל וה-IIF בפרט על גובה ה"תספורת" שעליהם לספוג. יש לציין כי ה-IMF הזהירו כי במידה ויוון לא תגיע להסכמה היא לא תקבל את המנה הבאה בתכנית הסיוע ובעקבות זאת לא תוכל לעמוד בפירעון על סך 14 מיליארד אירו בחודש מרץ. "תספורת" של 50% היא המינימום הדרוש להפיכת חובה של יוון לבר-קיימא – סכום שווה ערך ל-120% מהתוצר של יוון עד 2020. יש לציין, כי על פי ההערכות, קרנות הגידור, שלאחרונה רכשו חלק מהחוב של יוון, מעדיפות לאפשר ליוון להגיע לחדלות פירעון, וכך לקבל את דמי הביטוח נגד חדלות פירעון הודות לחוזי הביטוח שרכשו, או לחילופין מקוות לקבל את מלוא שווי האג"ח אם כמות גדולה מספיק של משקיעים תצטרף אליהן בסירובן להשתתף בהסדר החוב. מצב זה מציב את הקרנות בעימות ישיר עם ה-IMF, אשר מעוניינת להוריד את עלויות המימון של יוון לרמה שתאפשר לממשלה לעמוד בהתחייבויותיה.

למרות החלטת S&P, גורם המרכזי שממשיך כנראה לתרום לאווירה החיובית בשווקים הוא מכרזי הנזילות של ה-ECB בסוף דצמבר והמכרז הנוסף שנקבע לחודש הבא. הנזילות הרבה הקיימת במערכת מנותבת לנכסים בעלי פרופיל סיכון נמוך, כגון אג"ח גרמניות שנסחרות בתשואה שלילית בטווחים של עד שנה, לצד נכסים בעלי פרופיל סיכון גבוה יותר, כפי שניכר ברמת התשואות של האג"ח הממשלתיות של מדינות הפריפריה ובתוצאות ההנפקות של האג"ח של אותן מדינות. עקומי התשואות של איטליה וספרד המשיכו להיתלל תוך ירידת תשואות חדה בטווח הקצר, של עד 168 נ.ב. ו-142 נ.ב. בהתאמה, אך גם ירידת תשואות בטווח הבינוני-ארוך של עד 60 נ.ב. ו-50 נ.ב. בהתאמה. ירידת התשואות המשמעותית בטווח הקצר היוותה אינדיקציה לרגיעה ולחזרה של אמון המשקיעים ביכולת החזר החוב בטווח הקצר. הנפקות החוב של ממשלת איטליה בסוף חודש דצמבר היו מוצלחות, מה שהתבטא בתשואות נמוכות יותר וביחסי כיסוי טובים יותר. גם הנפקות החוב של ספרד ובלגיה החודש הוגדרו כמוצלחות גם כן, ובהנפקת האג"ח הראשונה של צרפת לשנת 2012 לטווחים ארוכים גבר הביקוש על ההיצע. נשיא ה-ECB, Draghi, אמר לאחר ההודעה על הותרת הריבית בגוש האירו ללא שינוי ברמה של 1% (כצפוי), כי הוא מרוצה מתגובת השוק למכרזי הנזילות, וצופה "ביקוש משמעותי" גם במכרז הנזילות הבא בסוף פברואר. באותה מסגרת Draghi לא הכריז על צעדי מדיניות חדשים, אך הצהיר כי ה-ECB יעשה כל שביכולתו להקל על יכולת המימון של הבנקים ולמנוע מחנק אשראי, ואמר כי ה-ECB מוכן לפעולה. על רקע התבטאות זו מעריכים המשקיעים כי הריבית עשויה לרדת לרמה נמוכה מ-1%. עם זאת, נמשך גל הביקורת מצד פוליטיקאים ואנליסטים על כך שה-ECB לא מגביר את מעורבותו בשוק האג"ח הממשלתיות. לראשונה קרא החודש ראש סוכנות דירוג האשראי Fitch ל-ECB להגביר את רכישות החוב הבעייתיות של מדינות גוש האירו, ובעיקר של איטליה, במטרה למנוע קריסה של גוש האירו, שלדבריו עלולה להיות הרסנית ביותר עבור הכלכלה העולמית.

### **ארצות הברית**

מרבית נתוני המאקרו המתפרסמים בארה"ב בחודש האחרון ממשיכים להיות חיוביים – ובפרט נתוני הצריכה והתעסוקה - ולהצביע על כך שהכלכלה האמריקאית ממשיכה במגמת הצמיחה. מצב הצריכה האמריקאית – מנוע הצמיחה של הכלכלה האמריקאית – הולך ומשתפר, לאחר שבחודש נובמבר זינק האשראי הצרכני בכ-20 מיליארד דולר (עלייה של 10% במונחים שנתיים) באופן מפתיע וביעור הגבוה ביותר בעשור האחרון. גם מדד אמון הצרכנים ומדד האמון של אוניברסיטת מישיגן לחודש דצמבר עלו מעבר לצפוי. יש לציין כי המכירות הקמעונאיות ללא רכבים דווקא ירדו ב-0.2% בדצמבר, בניגוד לציפיות לעלייה. ספר הבז' לתקופה שבין אמצע נובמבר לסוף דצמבר מראה שהפעילות הכלכלית צמחה בקצב "צנוע עד מתון" – שיפור לעומת הדו"ח הקודם – הודות לעלייה במכירות הקמעונאיות ביחס לשנה שעברה (על רקע תקופת החגים), וכן עלייה בביקוש במגזר השירותים ובמגזר הרכב. יש לציין כי הדו"ח מתאר את הלחצים האינפלציוניים כ"מוגבלים".

הייצור בארה"ב מתחזק גם כן, לאחר שמדד מנהלי הרכש של שיקגו בדצמבר נותר כמעט ללא שינוי, לעומת צפי לירידה, וסקר ה-ISM במגזר היצרני בדצמבר עלה בשיעור גדול מהצפוי. כמו כן נרשמה עלייה גדולה מהצפוי בהוצאות על תשתיות בחודש נובמבר, והמלאי הסיטונאי צמח בשיעור מתון בדצמבר, לעומת צפי לצמיחה בשיעור גבוה יותר. ירידה זה עשויה להצביע על רצון להגדיל את המלאים ובכך על הגדלת הייצור. התחזקות הייצור לצד התחזקות הצריכה מאותתים על המשך מגמת ההתאוששות הכלכלה האמריקנית.

שוק התעסוקה ממשיך להתאושש גם כן. שיעור האבטלה בחודש דצמבר ירד מעבר לצפוי ל-8.5% מ-8.7%, ותוספת העובדים במגזר הלא-חקלאי הייתה גדולה מהצפוי בשיעור ניכר.

כמו כן, התאוששות שוק הנדל"ן נמשכת. נתון ה-pending home sales עלה בשיעור גבוה מהצפוי בנובמבר. מדד Case-Shiller למחירי הבתים מצביע על ירידה במחירי הבתים באוקטובר, ואילו הריבית על המשכנתאות ל-30 שנה נמצאת בשפל היסטורי של 3.91%.

יש לסייג ולומר, שמדד ה-tech-pulse, המתאר את הפעילות בסקטור ה-IT בארה"ב, עודכן החודש רטרואקטיבית כלפי מטה, ולמעשה מצביע על התכווצות הסקטור מאז אוקטובר (בניגוד למגמה החיובית שהוצגה לפני כן).

סיכון מרכזי להמשך הצמיחה הינו העובדה שארה"ב ניצבת בפתחה של שנת בחירות, מה שיתכן ויקשה על נשיא ארה"ב להעביר בבתי המחוקקים תכניות לעידוד הצמיחה, וכן יקשה עליו להגדיל את תקרת הגרעון, או להאריך את הקלות המס בפברואר לשנה נוספת – נושאים שסביר להניח שבסופו של דבר יאושרו, אך הערמת קשיים הצפויה עד לאישורם עשויה לערער את אמון המשקיעים.

הגרעון במאזן הסחר התרחב בנובמבר לרמה של 47.8 מיליארד דולר – התרחבות חדה מהצפוי בשיעור של 10.4%, לאחר שבארבעת החודשים שקדמו לכך הגרעון דווקא הצטמצם.

נשיא הבנק הפדרלי של פילדלפיה, פלוסר, אמר כי נתוני הצמיחה בארה"ב עשויים לאלץ את ה-FED להעלות את הריבית מוקדם יותר מאשר אמצע 2013 - המועד אשר עד אליו התחייב ה-FED להשאיר את הריבית ללא שינוי. פלוסר צופה כי התוצר של ארה"ב צפוי לצמוח בקצב שנתי של 3% בשנתיים הקרובות, לעומת בתי ההשקעות, אשר צופים בממוצע צמיחה בקצב של 2.2% בשנה הבאה. לעומת זאת, המשקיעים מעריכים כי חברי ועדת ה-FOMC עשויים להאריך את התקופה בה תושאר הריבית ברמתה הנוכחית מאמצע 2013 עד לאמצע 2014 – בעקבות פרסום הפרוטוקול של ישיבת ה-FOMC האחרונה שהתקיימה בדצמבר, בה נכתב כי חברי ה-FOMC יפרסמו את הערכותיהם לגבי תוואי הריבית.

בהנפקת אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים נרשמה התשואה הנמוכה ביותר מעולם במכרזים אלה – 1.9%, מה שמעיד על המשך רצונם של המשקיעים להמשיך להחזיק נכסים המהווים מקלט (safe haven).

### **המשקיעים המתעוררים**

במשקיעים המתעוררים, מרבית הנתונים שהתפרסמו החודש היו טובים יותר מאשר בחודש שעבר, אך עדין מבטאים האטה בצמיחה.

בסין, התוצר ב-Q4 צמח בשיעור של 8.9% במונחים שנתיים (לעומת צפי ל- 8.7% בלבד), זאת לעומת 9.8% ב-2010. הצמיחה שהפתיעה כלפי מעלה כמו גם העלייה החדה מהצפוי בתפוקה התעשייתית עודדו את השווקים בכך כי מדובר בנחיתה רכה בלבד. עם זאת, היוותרות מדד מנהלי הרכש בסקטור הייצור של HSBC לחודש דצמבר מתחת ל- 50 נקודות, ירידה חדה בקצב צמיחת הייבוא, וכן ירידה במדד המחירים לצרכן לקצב שנתי של 4.1% - שפל של 15 חודשים - ושל מדד המחירים ליצרן לקצב שנתי של 1.7%, כמו גם המשך מגמת ירידת מחירי הבתים ב-0.25% בדצמבר, מגבירות את החששות מפני מגמת ירידת מחירים והאטה בכלכלה הסינית, והופכות את נקיטת הממשל בצעדים מרחיבים להכרחית יותר. על רקע זה מתגברות ההערכות בשווקים כי סין תוריד את יחס הרזרבה ב-50 נ.ב נוספות עוד בסוף החודש הנוכחי. התבטאותו של ראש הממשלה הסיני, כי הממשלה תלטש את המדיניות המוניטארית כדי להתמודד עם ההאטה ב-2012 וכי הכלכלה עומדת בפני תקופה קשה, מחזקת את ההערכות הללו. בנוסף להקלה המוניטארית, ישנן הערכות כי הממשלה תנקוט בצעדים נוספים לתמרוץ הכלכלה, דרך קיצוצי מס עבור חברות קטנות ובינוניות, וכן תמריצים להגדלת הוצאות הצרכנים. יש לציין כי הירידה החדה בייבוא עלולה לפגוע בצמיחה הגלובאלית מתוקף היותה של סין אחת מהיבואניות הגדולות.

בהודו, הגידול בייצוא בחודש נובמבר היה נמוך בהשוואה לחודש קודם, אך נרשמה עליה בייבוא ובעיקר בייצור התעשייתי שיצא חיובי מאד והרגיע לאחר ההתכווצות שנרשמה בחודש הקודם. בברזיל, נרשמה ירידה בשיעור האבטלה, עלייה במכירות הקמעונאיות ובמדד מנהלי הרכש (אם כי עדין ברמה שמצביעה על התכווצות) ומנגד נרשמה ירידה בייצור התעשייתי.

### **שוקי ההון והסחורות**

נראה כי על רקע העובדה כי הורדת דירוגי האשראי באירופה היו צפויות ומגולמות בשוק ובעיקר לאור צעדי ה-ECB בחודש שעבר להגדלת רמת הנזילות בשווקים והתמונה החיובית המצטיינת בארה"ב הורגשה אווירת Risk On בשווקים. מדדי המניות בארה"ב ובאירופה עלו במהלך התקופה הנסקרת בשיעור של עד 6.1% ו-10.6% (כאשר צרפת וגרמניה מובילות את עליות השערים), בהתאמה, ומדדי המניות בשווקים המתעוררים רשמו עליות נאות.

בשוק האג"ח הממשלתיות, התשואה על אג"ח ל-10 שנים של ארה"ב ירדה במהלך התקופה הנסקרת מרמה של 2.03% לרמה של 1.85% בלבד, ושל גרמניה ירדה מרמה של 1.96% לרמה של 1.8% בלבד. מרווחי התשואות של מדינות הפריפריה בכלל ושל איטליה וספרד בפרט הצטמצמו מול גרמניה, ובעיקר בטווחים הקצרים.

מרבית המטבעות העיקריים התחזקו מול הדולר בשיעור של עד 5.2%, כאשר האירו דווקא נחלש מול הדולר בשיעור של 1%.

בשוק הסחורות, מחיר הבית נפט מסוג Brent עלה ב-3.9%, ומחיר אונקייט זהב עלה בשיעור של 3.6%.

מדד הסחורות ללא אנרגיה עלה ב-1.4% ומדד הסחורות החקלאיות עלה ב-3.7%.